

ESTUDIO

## **ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO CORPORATIVO EN CHILE (1978-1990)**

EVIDENCIA A PARTIR DE DATOS CONTABLES\*

**Leonardo Hernández  
Eduardo Walker**

Este estudio examina la estructura de financiamiento de empresas no financieras en Chile en el período 1978-1990, usando como fuente de información los estados financieros de las mismas. Debido a los cambios económicos e institucionales ocurridos en Chile en esos años, el objetivo principal del trabajo es, precisamente, estimar el efecto que tuvieron esos cambios en la estructura de financiamiento de las empresas.

Si bien los resultados del estudio no son del todo consistentes con las predicciones que se obtienen a partir de la teoría, el análisis del

LEONARDO HERNÁNDEZ. Ph. D. en Finanzas, Universidad de Columbia. Profesor de la Escuela de Administración de la Universidad Católica de Chile.

EDUARDO WALKER. Ph. D. en Finanzas, Universidad de Berkeley. Profesor de la Escuela de Administración de la Universidad Católica de Chile.

Los autores agradecen el apoyo de la Escuela de Administración de la Universidad Católica de Chile y CIBER de la Universidad de California en Los Angeles (UCLA) en la realización de este trabajo, así como a los participantes en el Simposio Internacional sobre Estructura de Capital efectuado en la UCLA (1991) y, en particular, al profesor Sheridan Titman. Asimismo, expresan su reconocimiento a Eugenio Camacho, Julio Gálvez, Ida Longerio y Rodrigo Saens.

\* Una versión anterior de este estudio fue publicada en la serie *Documentos de Trabajo* N° 192-01, de la Escuela de Administración de la Universidad Católica de Chile.

comportamiento de las firmas en la muestra permite comprender mejor la naturaleza de la crisis de la deuda chilena de los años 1981-1984.

Uno de los principales hallazgos del estudio se refiere a los cambios significativos que hubo en la manera en que las sociedades anónimas chilenas financiaron sus operaciones durante el período de post-crisis (1985-1990), cuando se compara éste con el período de pre-crisis (1978-1981).

## I. INTRODUCCIÓN

Este artículo examina la estructura de financiamiento de empresas no financieras en Chile durante el período 1978-1990. En el lapso analizado tuvieron lugar numerosos cambios, que bien podrían calificarse de "dramáticos", tanto en el ámbito macroeconómico como institucional. De hecho, se suele mencionar a Chile como el país que lideró en esa época el proceso de modernización y liberalización económica en Latinoamérica, pues no sólo lo inició varios años antes que sus vecinos, sino también fue más lejos en la introducción de algunas reformas, tales como la eliminación de cuotas de importación y la reducción de aranceles al comercio exterior.

El citado proceso no estuvo libre de problemas. Por cierto, en ese período ocurrieron dos de las recesiones más graves que ha vivido Chile desde 1930: la primera en 1975 y la segunda en 1982-1983. Aunque estas experiencias motivaron algunas modificaciones en los planes originales de liberalización, al final el sistema económico continuó orientado al libre mercado, con el sector privado como su actor principal.

En este contexto, el propósito inicial de este artículo es evaluar el impacto de esos cambios, particularmente aquellos relacionados con las reformas institucionales, en las decisiones de financiamiento de las empresas. Esto se hace a la luz de la teoría financiera sobre estructura de capital. Sin embargo, puesto que muchos cambios estructurales afectaron la economía en ese entonces y ningún modelo formal nos permitiría incorporar simultáneamente todos los elementos relevantes, la metodología utilizada aquí es esencialmente heurística.

Nuestro análisis se basa en datos de series de tiempo agregados (datos contables) para una muestra de las empresas chilenas no-financieras más grandes. Dividimos el período de la muestra en tres tramos —pre-

crisis (1978-1981), crisis (1982-1984) y post-crisis (1985-1991)— con el objeto de aislar el período de la crisis de deuda. Analizamos separadamente, además, el comportamiento agregado de las empresas pertenecientes a los sectores transable y no transable de la economía.

Junto con evaluar el poder que tiene la teoría de estructura de financiamiento para explicar los fenómenos observados en Chile durante este período, se hace un intento por contestar las siguientes preguntas (con distinto grado de éxito): ¿Usaron las empresas "demasiada" deuda en el período de pre-crisis? Si este fuese el caso, ¿por qué? ¿Respondieron los aumentos en los niveles de deuda a los fundamentos, según predice la teoría de estructura de financiamiento? ¿Se pudo predecir la crisis? ¿Por qué se privilegió el uso de deuda y no de capital? ¿Cómo se comportaron las empresas durante la crisis? ¿Podemos extraer algunas lecciones acerca de las decisiones tomadas en momentos de dificultades financieras? Después de la crisis de la deuda, ¿hubo cambios significativos o permanentes, respecto del período de pre-crisis, en las decisiones financieras de las empresas? Si Chile enfrentara otra recesión como la vivida en 1982, ¿reduciría su impacto el nuevo ambiente institucional? ¿Son menores los nuevos niveles de deuda de "equilibrio"?

Naturalmente, estas interrogantes sólo se contestan en forma parcial. Las principales conclusiones obtenidas son las siguientes:

- Para el período de pre-crisis, la evidencia es consistente con la teoría del *pecking-order* y con la existencia de algún grado de "permisividad" en el sistema financiero, pero en nuestra muestra no está claro que los niveles absolutos de deuda fueran "demasiado altos" ex-ante. De hecho, las razones deuda-capital relativas parecían seguir la rentabilidad mostrada por cada sector. La evidencia también apoya nuestras conjeturas acerca de los incentivos tributarios y las expectativas optimistas. Concluimos que la así llamada "crisis de la deuda", que vino más tarde, fue causada principalmente por los grandes *shocks* externos que afectaron a las empresas.
- Durante el primer trimestre de 1982, después de un fuerte *shock* externo, las empresas se comportaron como lo harían aquellas que no están en quiebra, reduciendo notoriamente sus niveles de deuda absoluta. El comportamiento de las empresas fue muy distinto en los tres últimos trimestres de 1982. Tras la devaluación ocurrida en junio de 1982, las empresas actuaron de acuerdo al modelo de empresa "quebrada", aumentando en forma considerable sus niveles de deuda más allá de lo que explicaría la capitalización de los

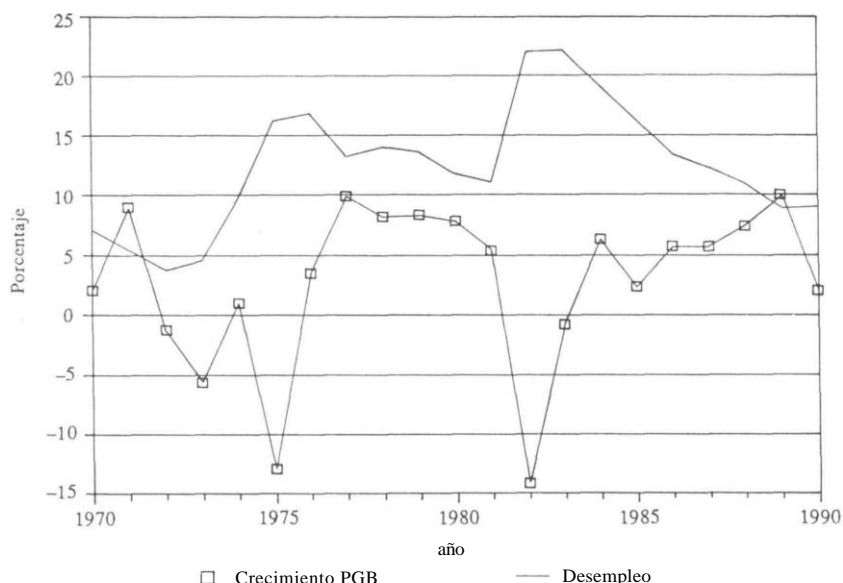
- intereses y los efectos directos de la devaluación sobre la deuda en dólares. En ese entonces se presentaron varios síntomas de un sistema financiero "permisivo". Además, los altos niveles de deuda no disminuyeron en el curso de este período.
- Entre 1982 y 1984 la crisis tuvo un carácter más financiero que real, pues los niveles de utilidad operacional volvieron rápidamente a sus promedios históricos en ambos sectores, mientras que la rentabilidad sobre el patrimonio no cambió. El sector más endeudado (transable) fue, por cierto, el más afectado por la crisis. Después de 1982 este sector reaccionó reduciendo sus niveles de deuda y de operaciones, para lo cual se liquidaron algunos activos y se recurrió al uso de aquellos más líquidos. Sin embargo, el volumen de deuda inicial no permitió una disminución significativa en las razones deuda-patrimonio. El sector no transable resultó relativamente menos afectado por la crisis.
  - Después de la crisis hubo reducciones significativas en las distintas medidas de endeudamiento, con respecto al período de pre-crisis, especialmente en el sector transable. En este sentido podemos argumentar que hubo un cambio estructural. Sin embargo, los niveles de deuda total no parecen ser diferentes en el sector no transable con respecto al período de pre-crisis, pero su composición difiere de modo significativo.

El trabajo está organizado de la siguiente forma: la Sección II examina los principales sucesos macroeconómicos y cambios institucionales ocurridos en Chile durante 1978-1990; la Sección III describe el proceso de selección de muestra y los datos usados en el estudio; la Sección IV presenta, sucesivamente, conjeturas específicas y los datos utilizados para verificar su validez en cada tramo de la muestra (pre-crisis, crisis y post-crisis), y la Sección V contiene las conclusiones finales del trabajo.

#### U. PRINCIPALES EVENTOS MACROECONÓMICOS Y CAMBIOS INSTITUCIONALES OCURRIDOS EN CHILE DURANTE 1978-1990

En el período analizado en este estudio (1978-1990) ocurrieron cambios dramáticos en el entorno macroeconómico e institucional, como señalamos en la introducción. El Gráfico N° 1 muestra la evolución de las tasas de desempleo y de crecimiento del Producto Geográfico Bruto en

GRÁFICO N° 1 EVOLUCIÓN MACROECONOMICA DE LA ECONOMÍA CHILENA 1970-1990



Chile durante los últimos 20 años. Este ilustra claramente los efectos que tuvieron las crisis del petróleo (1974-75) y de deuda (1981-1983) sobre la economía chilena. De hecho, los peores años para Chile durante este siglo han sido los de la crisis de los años treinta, 1975 y 1982-1983. Puesto que el lapso estudiado en este trabajo comienza justo después de 1975 e incluye la última crisis, una forma natural de organizado es en torno a 1982-1983. En consecuencia, en adelante dividiremos nuestro análisis en los siguientes subperíodos: pre-crisis (1974-1980), crisis (1981-1984) y post-crisis (1985-1990).

### A. Principales eventos macroeconómicos ocurridos en Chile durante 1978-1990<sup>1</sup>

El propósito de esta sección es resumir los principales eventos macroeconómicos que afectaron la economía chilena entre los años 1978 y

<sup>1</sup> Esta sección se basa principalmente en Corbo (1985).

1990. Este breve análisis probará ser útil cuando más tarde intentemos evaluar los efectos de las variables macroeconómicas en las decisiones de financiamiento de las empresas.

### 1. El período 1974-1980

Tras el derrocamiento del gobierno de Salvador Allende en septiembre de 1973, las nuevas autoridades económicas del gobierno militar entrante enfrentaron los siguientes problemas: 1) una inflación superior al 500% anual y un déficit fiscal cercano al 25% del producto nacional bruto; 2) distorsiones a nivel microeconómico que incluían controles de precios, aranceles y cuotas al comercio externo, tipos de cambio múltiples, tasas de interés máximas y racionamiento en el crédito, y 3) una parte importante de las empresas en Chile se encontraba bajo el control del gobierno.

Una de las principales preocupaciones del nuevo equipo económico fue reducir el déficit fiscal y la tasa de inflación, así como mejorar la asignación de recursos en la economía.

La estrategia seguida para alcanzar estos objetivos consistió en disminuir el gasto y llevar la economía hacia un sistema de libre mercado, donde la competencia externa y la libre entrada a los mercados jugaran un rol central en el proceso de asignación de recursos. Los precios de los distintos bienes fueron liberados en las primeras reformas (1973-1974) y las tasas de interés domésticas en 1975. Simultáneamente, se eliminaron las cuotas de importación y se redujeron progresivamente los aranceles al comercio exterior hasta alcanzar un nivel uniforme de 10% en 1979. Entre las reformas institucionales más importantes está la que afectó al sistema tributario y que se implementó en 1974.<sup>2</sup>

Al mismo tiempo y para reducir el déficit fiscal, los bienes y empresas heredados del gobierno anterior se vendieron al sector privado. Algunos intermediarios financieros fueron también incluidos entre éstos.

La crisis del petróleo de 1974 golpeó la economía a través de una caída en el precio del cobre,<sup>3</sup> el principal producto que Chile exportaba en ese entonces, y a través de un aumento en los precios del petróleo. Este *shock* externo significó una pérdida en términos de intercambio equivalen-

<sup>2</sup> Esta reforma tributaria se discute en detalle más adelante en este artículo.

<sup>3</sup> El precio nominal del cobre refinado en la Bolsa de Metales de Londres cayó desde US\$ 137,7 por libra, en abril de 1974, a US\$ 52,2 en diciembre de 1975.

te al 9,3% del producto de 1975<sup>4</sup> y forzó a una devaluación del peso chileno. Estos *shocks* y las recientes reformas institucionales aumentaron las tasas de interés y llevaron a una profunda recesión en 1975 (el producto cayó 12,9% en ese año).

La recuperación (liderada por el sector exportador) comenzó en 1976 con una significativa caída en la tasa de inflación. Se ha argumentado que durante este período las reformas microeconómicas provocaron un aumento en el crecimiento del PGB a través de una mayor utilización y una mejor asignación de los recursos (Corbo y De Melo, 1985, p. 865). De hecho, el crecimiento del PGB durante 1977-1980 fue, en promedio, de 8,5% anual.

En 1977 los flujos de capital hacia el país comenzaron a ser progresivamente liberalizados. El ingreso de capitales extranjeros elevó el gasto interno y ocasionó un auge en el sector no transable (la tasa de crecimiento de este sector aumentó seis veces entre 1976 y 1977). El sector exportador siguió creciendo (5,3 y 7,8 por ciento en 1976 y 1977, respectivamente) debido a la favorable evolución de los términos de intercambio chilenos y a un alto nivel del tipo de cambio real.<sup>5</sup>

En 1978 se produjo un importante cambio de política: para reducir la inflación doméstica el peso chileno comenzó a ser devaluado, con respecto al dólar, a una tasa más baja que la inflación interna (pasada) y más tarde, a mediados de 1979, el tipo de cambio nominal quedó fijo. Este cambio de política no sólo redujo la inflación doméstica (desde 63% en 1977 a 9,5% en 1981), sino también llevó a una caída en el tipo de cambio real (véase la columna 7 en el Cuadro N° 1).

Durante 1978-1980 las barreras al comercio de bienes y las restricciones a los flujos de capital disminuyeron aún más,<sup>6</sup> con lo cual la economía alcanzó una mayor integración con el resto del mundo (la suma de las exportaciones más las importaciones sobre el Producto Nacional Bruto aumentó desde 34,9% en 1975 a 43% en 1977 y a 54,1% en 1980).

Sin embargo, la inflación doméstica siguió siendo mayor que la externa, lo que provocó, dada la política cambiaria del momento (tipo de cambio fijo), una diferencial (*spread*) permanente entre las tasas de interés en dólares y aquéllas en pesos; es decir, entre los créditos expresados en

<sup>4</sup> Véase Corbo (1985), p. 895.

<sup>5</sup> Este es el precio relativo entre bienes transables y no transables, PN/PNT.

<sup>6</sup> Véase el apéndice en Corbo (1985).

CUADRO N° 1 PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS: CHILE 1970-1988

Año	Crecimiento PGB (%)		Tasa de desempleo (1)	Tasa de inflación (2)	Déficit fiscal / PGB (%)	Índice de tipo de cambio real	Cambio real en el precio de las acciones (%) (3)	Tasa de interés real ex-post de préstamos en pesos de corto plazo	Tasa de interés real ex-post de préstamos en dólares	Deuda externa (de mediano y largo plazo: en millones de dólares)
	Sector transable	Sector no transable								
1970	1,4	2,9	7,1	34,9	2,7	39,6	-47,0			2.767
1971	9,2	8,8	5,5	22,1	10,7	36,9	33,7			2.746
1972	-0,8	-1,1	3,8	163,4	13,0	34,0	33,8			3.002
1973	-7,3	-3,7	4,6	508,1	24,7	51,2	313,0			3.261
1974	6,6	-0,4	9,7	375,9	10,5	77,6	-15,8			4.026
1975	-16,6	-8,4	16,2	340,7	2,6	101,1	55,6	(4) 95,2	27,5	4.267
1976	5,3	1,6	16,8	174,3	2,3	91,0	19,3	64,2	-19,7	4.274
1977	7,8	9,4	13,2	63,5	1,8	81,7	106,9	57,1	4,5	4.510
1978	4,5	9,6	14,0	30,3	0,8	98,7	65,8	42,3	1,4	5.923
1979	7,0	10,0	13,6	38,9	-1,7	99,6	39,8	16,9	-7,0	7.507
1980	5,5	10,0	11,8	31,2	-3,1	87,7	44,0	12,2	-12,3	9.413
1981	3,8	5,4	11,1	9,5	-1,7	75,4	-31,2	38,9	6,8	12.553
1982	-11,2	-15,7	22,1	20,7	2,3	87,8	-26,0	35,1	76,7	13.815
1983	0,5	-1,4	22,2	23,1	3,8	106,3	-31,7	15,9	7,0	14.832
1984	8,0	5,3	19,2	23,0	4,0	109,8	-8,8	11,3	29,8	16.967
1985	2,5	2,4	16,4	26,4	6,3	139,4	37,8	11,1	25,0	17.650
1986	6,7	5,0	13,5	17,4	2,8	149,4	89,7	7,6	2,7	17.814
1987	3,7	7,0	12,3	21,5	0,1	149,7	11,4	9,4	1,0	17.191
1988	7,0	7,6	11,0	12,7	1,7	156,4	19,5	7,4	-0,9	15.452
1989	8,4	11,0	9,0	21,4	0,4		30,8			13.279
1990	0,7	3,0	9,1	27,3			25,0			14.043

Notas: 1 Se refiere al Gran Santiago solamente.  
2 Calculado como el cambio porcentual en el IPC de diciembre a diciembre.  
3 Calculado como el cambio real en el índice General de Precios de Acciones (IGPA) de diciembre a diciembre.  
4 Calculado con la tasa observada para los últimos ocho meses.

Fuente: *Indicadores Económicos y Sociales 1960-1988* (1989) y *Boletines Mensuales* (varios números), del Banco Central de Chile.

moneda nacional y aquéllos expresados en moneda extranjera (véanse las columnas 9 y 10 en el Cuadro N° 1). Este "desequilibrio de portfolio" suscitó flujos significativos de capital, en la forma de deuda externa, los que se usaron para financiar un mayor aumento en el gasto agregado, generando así un auge en el sector no transable (véanse las columnas 2 y 11 en el Cuadro N° 1). Mientras tanto la revaluación real del tipo de cambio redujo la rentabilidad del sector exportador (la razón de precios de exportación sobre el salario nominal, ambos medidos en pesos, cayó 41% entre el primer trimestre de 1977 y el último trimestre de 1980).

En este período la privatización de empresas y bancos, sumada a la liberalización del sistema financiero, hizo posible la creación de conglomerados o "Grupos Económicos", los cuales principalmente pedían prestado para crecer. Estos "grupos" solían incluir en su estructura un intermediario financiero para mejorar el acceso a los fondos. Se ha argumentado que estos grupos jugaron un papel importante en la evolución posterior de la economía chilena.<sup>7</sup> También se ha sostenido que durante este mismo período, quizás debido a su reciente liberalización, todo el sistema financiero se volvió más "permisivo" y que el gobierno no pareció considerar necesario monitorearlo de cerca.<sup>8</sup>

En resumen, este período se puede caracterizar por las siguientes liberalizaciones y aperturas:

- liberalización del sector real de la economía;
- liberalización del sistema financiero doméstico;
- apertura de la cuenta de capitales y la fijación del tipo de cambio nominal, con importantes flujos de capital extranjero hacia Chile.

## 2. El período 1981-1984

Hacia el término de 1980, las tasas de interés internacionales subieron y el dólar comenzó a apreciarse en relación a otras monedas. De hecho, el promedio de la tasa Prime a un año aumentó de 12,79% en 1979 a 15,4% en 1980 y a 18,73% en 1981. Al mismo tiempo, la relación £/US\$ se elevó de 0,42 en diciembre de 1980 a 0,62 en igual mes de 1982. Dado que el peso chileno estaba ligado al dólar, esto último significó una apre-

<sup>7</sup> Véanse Dahse (1979), Gálvez y Tybout (1985) y Corbo (1985).

<sup>8</sup> Véanse Barandiarán (1983), Corbo (1985), Gálvez y Tybout (1985) y Valdés (1988).

ciación real adicional para la moneda local, a la vez que los salarios nominales (y reales) aumentaban por la indexación de éstos a la inflación pasada. También, debido a la crisis de la deuda en México, Brasil y Argentina, los flujos de capital hacia Chile se congelaron a fines de 1981. En este escenario, la crisis de la deuda se hacía inminente.

Todos estos *shocks* externos condujeron a abandonar la política de tipo de cambio fijo a mediados de 1982, cuando el peso fue devaluado en 18% con respecto del dólar.<sup>9</sup>

El resultado final de todas estas conmociones adversas fueron una brusca caída en la demanda agregada y una profunda recesión. En efecto, el producto agregado cayó 14% y 0,7% en 1982 y 1983, respectivamente, y varias instituciones financieras tuvieron que ser rescatadas por el Banco Central debido a las dificultades que enfrentaban.

A principios de 1983, los dos principales bancos privados (que pertenecían a dos importantes "grupos económicos") fueron intervenidos, mientras que otros fueron liquidados.<sup>10</sup> Esto provocó una crisis de confianza generalizada, lo que llevó al gobierno a otorgar un seguro explícito sobre los depósitos en el sistema bancario. También, durante 1983-1984, las tasas de interés de corto plazo fueron controladas por el Banco Central, las que se mantuvieron bajas para así hacer más fácil el pago de las deudas contraídas con anterioridad.<sup>11</sup> Simultáneamente, el Banco Central implementó varios mecanismos de reprogramación de deudas, a todo nivel, para aliviar a los deudores y rehabilitar el sistema bancario.

Resumidamente, el período 1981-1984 fue muy crítico para la economía chilena, especialmente para sus mercados financieros. De hecho, las autoridades económicas parecieron anticipar el colapso del sistema financiero y, conociendo los riesgos que presentaban las carteras de los bancos, reaccionaron fortaleciendo el sistema regulador. En cualquier caso, el colapso del sistema financiero resultó ser inevitable.

Las reformas institucionales introducidas en esta época fueron importantes para la recuperación (y probable consolidación) de la economía

<sup>9</sup> Entre mayo y diciembre de 1982, el peso chileno perdió 46% de su valor respecto del dólar.

<sup>10</sup> Entre fines de 1981 y principios de 1983, 19 instituciones financieras fueron intervenidas por el Banco Central. De éstas, 14 fueron liquidadas, mientras otras fueron "saneadas" y privatizadas (4), o bien fusionadas (1). El número total de intermediarios financieros cayó desde 61 en 1981 a 45 en 1983. Véase Larraín (1989).

<sup>11</sup> Véase Valdés (1988), p. 102.

después de 1985. Entre éstas destacan la nueva ley de bancos (1981), de valores (1981), de sociedades anónimas (1981), de quiebras (1983) y la nueva ley de la renta (1984). Cabe mencionar también una reforma importante al Sistema de Seguridad Social, que atañe a la administración privada de los Fondos de Pensiones (1981) creados con ahorros personales obligatorios. Estas reformas serán analizadas detalladamente más adelante.

En suma, el período 1981-1984 puede caracterizarse por los siguientes hitos:

- la recesión más profunda desde la década de los treinta;
- una seria crisis financiera a todo nivel (véase nota 10);
- la introducción de varias reformas institucionales (permanentes);
- la aplicación de varias políticas económicas (temporales) destinadas a "sanear" el sistema financiero.

### 3. El período 1985-1990

El producto nacional comenzó a crecer nuevamente en 1984 y pareció restablecerse, en forma gradual, la confianza del público en el sistema financiero. Las tasas de interés se liberalizaron a principios de 1985 y en 1986 el seguro estatal explícito a los depósitos bancarios de largo y mediano plazos se eliminó. En 1987 los bancos que habían sido intervenidos por el gobierno durante la crisis fueron vendidos otra vez al sector privado.<sup>12</sup>

Simultáneamente, hubo importantes acciones encaminadas a reducir los niveles agregados de deuda durante este período. Se implementaron algunas reformas tributarias menores para complementar la nueva ley de impuestos de 1984, todas ellas orientadas al mismo objetivo. A la vez, en 1985 el gobierno comenzó a dar incentivos a la sustitución de deuda por capital (*swaps*) por parte de inversionistas nacionales y extranjeros.<sup>13</sup>

En síntesis, éste es un período de alto crecimiento, liderado por el sector exportador, en el que los niveles de deuda, tanto internos como externos, disminuyeron progresivamente. El Cuadro A-1 en el Apéndice resume los principales sucesos macroeconómicos.

<sup>12</sup> A esto se llamó "capitalismo popular", ya que las acciones fueron vendidas a pequeños inversionistas.

<sup>13</sup> Véase la sección siguiente para los detalles.

## **B. Reformas institucionales: Chile 1970-1989**

Esta sección presenta las principales reformas institucionales introducidas en Chile en los últimos 20 años. Sólo hemos incluido aquellas que, ya sea directa o indirectamente, habrían tenido algún efecto en las decisiones sobre estructura de financiamiento adoptadas por las empresas. Más adelante, en la Sección IV, nos referiremos a las implicancias empíricas que estas reformas habrían de tener sobre la estructura de financiamiento.

### **1. Reformas tributarias en Chile**

Dos importantes reformas tributarias han tenido lugar en Chile desde 1973. La primera, en vigencia durante los años 1975-1984, se introdujo en 1974, en tanto que la segunda se realizó en 1984 y rigió entre los años 1985 y 1988. En 1989 se efectuaron algunos cambios menores. El Cuadro N° 2 entrega ejemplos numéricos que ayudan a comprender los efectos de las reformas.

#### *a) La reforma tributaria de 1974 (en vigencia durante 1975-1984)*

A continuación se detallan los cambios más importantes introducidos al sistema tributario chileno en 1974.

- A) Los estados financieros comenzaron a ser ajustados por inflación. En consecuencia, desde esta fecha en adelante los impuestos se calcularían sobre ganancias reales y no nominales; por ejemplo, los cargos por depreciación no disminuirían en términos reales debido a la inflación.<sup>14</sup>
- B) La tasa del impuesto de primera categoría se fijó en 10% uniforme, lo que significó una disminución en relación a sus niveles anteriores (que iban desde 15% a 35%).

<sup>14</sup> La corrección monetaria consiste en ajustar cada activo "real" (o pasivo) por la inflación acumulada desde su compra. Dependiendo del tipo de activo (o pasivo), la inflación se mide ya sea por el cambio de su precio (por ejemplo, la moneda extranjera y otros activos con un mercado secundario bien desarrollado) o, simplemente, se ajusta por el cambio en el IPC. Para mayores detalles véanse Cotrim (1985) y Price-Waterhouse (1984).

- C) Después de aplicar la tasa considerada en B), las utilidades de las empresas quedaban gravadas, además, con una tasa del 40%. Este impuesto, si bien se recaudaba a nivel de la empresa y sobre base "devengada", era un impuesto "a cuenta de" los impuestos personales de los accionistas por los dividendos futuros que éstos percibirían. De hecho, parte de este impuesto constituía un crédito tributario para los inversionistas a nivel personal (el crédito tributario era de 40% de la cantidad neta distribuida, pero cualquier impuesto pagado "en exceso" por la empresa se perdía). (Véase el Cuadro N° 2).
- D) Los impuestos sobre las ganancias de capital cayeron desde 20% a 0%.

La segunda columna del Cuadro N° 2 muestra los efectos de la reforma al compararla con la anterior estructura tributaria. Conforme a lo señalado previamente, se pueden extraer las siguientes conclusiones:

- i) A pesar de la caída de los impuestos de primera categoría, la deuda mantuvo una ventaja tributaria significativa con respecto del capital. Sin embargo, la ventaja tributaria de la deuda resultó menor para los inversionistas ubicados en tramos de impuestos personales altos (tasa) que para aquellos inversionistas en tramos bajos.
- ii) De i) se desprende que después de la reforma, para todos aquellos accionistas con una tasa de impuesto personal marginal inferior a 40%, resultaba conveniente vender sus acciones a otros cuya tasa de impuesto personal fuese mayor o igual a 40%. Esto ocurría debido a que el exceso de impuesto pagado a nivel de las empresas no era devuelto como crédito tributario (se perdía).
- iii) Después de la reforma, las utilidades retenidas, como fuente de financiamiento, enfrentaban una desventaja tributaria. Esto se debió a que los impuestos a nivel corporativo (nos referimos a la tasa adicional de 40%) se pagaban sobre una base devengada, mientras que los créditos tributarios a que tenían derecho los accionistas se podían usar solamente cuando se pagaban los dividendos. Así, resultaba más conveniente distribuir los dividendos inmediatamente después que se pagaba la tasa de 40%, en vez de mantenerlos como utilidades retenidas.

CUADRO N° 2 INGRESO DESPUÉS DE IMPUESTO PARA INVERSIONISTAS CHILENOS DURANTE DISTINTOS RÉGIMENES TRIBUTARIOS

	Patrimonio-dividendos					Deuda- intereses
	Hasta 1974	1975-84	1985-88	1989-90	Art. 57 bis	1974-89
Utilidades antes de intereses e impuestos	100	100	100	100	100	100
Impuestos corporativos	35	10	10	10	10	—
Utilidades después de impuestos	65	90	90	90	90	
Impuestos a los dividendos	—	36	—	—	—	—
Cantidad a ser distribuida	65	54	90	90	90	100
Impuestos personales (tasa)					(sobre 50% de div.)	
10%	6,5	5,4	9	10	5	10
40%	26	21,6	36	40	20	40
50%	32,5	27	45	50	25	50
Créditos tributarios	—	21,6	9	10	10	—
Ingreso neto después de impuestos						
10%	58,5	54(*)	90	90	95	90
40%	39	54	63	60	80	60
50%	32,5	48,6	54	50	75	50

\* El exceso de crédito tributario se pierde.

*b) La reforma tributaria de 1984 (en vigencia desde 1985)<sup>15</sup>*

A fines de 1984 se implementó una nueva reforma tributaria cuyos principales cambios fueron, entre otros, los siguientes:

<sup>15</sup> Esta es la estructura tributaria actualmente vigente, con algunas pequeñas modificaciones, las que se explicarán más adelante.

- A) Se eliminó la tasa adicional de 40% a nivel corporativo (véase la letra c) en la reforma de 1974).
- B) El impuesto de primera categoría pagado por las empresas (con una tasa fija igual a 10%) se transformó en un crédito tributario a nivel personal para los accionistas. Sin embargo, este crédito tributario fue igual al 10% de la cantidad efectivamente distribuida como dividendos.
- C) Los dividendos fueron gravados a nivel personal solamente cuando éstos eran efectivamente pagados por las empresas (nótese que antes era "como si" los dividendos o utilidades fueran gravadas a nivel personal, incluso si no eran distribuidas por las empresas).
- D) El 20% de la cantidad invertida en acciones de primera emisión se convirtió en un crédito tributario (a nivel personal) para el primer comprador. Más aún, dicho crédito tributario se podía usar cada año después de la compra mientras no se enajenaran las acciones.

La tercera columna del Cuadro N° 2 muestra los efectos de la reforma al comparar el nuevo régimen con la estructura tributaria anterior. Las conclusiones que se pueden extraer en este caso son las siguientes:

- i) La ventaja tributaria de la deuda cayó considerablemente. De hecho, para aquellos inversionistas en tramos altos de la escala de impuestos (tasas) personales ésta llegó a ser negativa.
- ii) Para los inversionistas en tramos altos de la escala de impuestos personales se mantienen los incentivos a comprar acciones desde aquéllos pertenecientes a los tramos bajos. (Esto ocurre por lo que mencionamos en i)).
- iii) Las utilidades retenidas como fuente de financiamiento deberían aumentar después de la reforma, debido a que los impuestos a nivel personal sólo deben pagarse cuando los dividendos se distribuyen realmente. Así, el impuesto personal puede postergarse (su pago) si las ganancias se mantienen en la empresa.

#### *c) Otras reformas tributarias*

Otras reformas, relativamente menores, se realizaron posteriormente. Primero, desde 1987 los dividendos están parcialmente libres de impuestos personales.<sup>16</sup> Segundo, durante 1989 y sólo por ese año, el im-

<sup>16</sup> Por la Ley N° 57-bis N° 4, el 50% de los dividendos no está gravado para algunos accionistas de las sociedades anónimas abiertas.

puesto de primera categoría (10%) debía pagarse únicamente si las utilidades se distribuían a los accionistas; es decir, las empresas podían posponer el pago de su impuesto de primera categoría de 1989 si las utilidades quedaban retenidas. Finalmente, desde 1989 el crédito tributario a nivel personal iguala al total del impuesto de primera categoría (10%) pagado por la empresa (véase la cuarta columna en el Cuadro N° 2).

## 2. Otras políticas económicas y reformas institucionales en Chile

### *a) El período 1974-1980*

Durante la fase de liberalización financiera (1975-1980), el gobierno, ya sea implícita o explícitamente, entregó un seguro (gratis) a los tenedores de instrumentos de deuda.<sup>17</sup> Todavía más, éste se hizo evidente en enero de 1977 cuando todos los depósitos bancarios fueron asegurados por ley. (Este seguro se aplicó a todos los depósitos de monto menor a un cierto límite preestablecido.)

En 1979, los límites al endeudamiento externo para los bancos chilenos fueron aumentados en 10 veces (aproximadamente). En junio de 1979 se eliminaron todas las restricciones a que estaban sujetos los bancos comerciales para pedir préstamos externos, salvo aquella relativa a que la deuda total (interna más externa) no superara en más de 20 veces el capital y reservas del banco. Aunque esta deuda externa era privada, estaba implícitamente (y ex-post explícitamente) avalada por el gobierno.

Durante este período, el gobierno privatizó también muchas de las empresas y bancos heredados del gobierno anterior. Esto, además de lo que ya hemos señalado y de los incentivos tributarios discutidos anteriormente, permitió el surgimiento de los conglomerados o "grupos económicos". Estos grupos se basaban principalmente en su capacidad de endeudamiento para crecer y generalmente incluían un intermediario financiero en su estructura. De hecho, el portfolio de los bancos pertenecientes a un grupo estaba altamente concentrado en los activos del mismo grupo. Esto significó que durante los 70, debido a la posible permisividad existente en el sistema financiero, los grupos económicos tomaron posi-

<sup>17</sup> Véanse Corbo (1985), Corbo y De Melo (1985), Gálvez y Tybout (1985), Valdés (1988) y las referencias allí citadas.

ciones de alto riesgo sin tener que aumentar por ello sus costos de pedir prestado.<sup>18</sup>

*b) Período 1981-1984*

A partir de 1981 se efectuaron varias reformas institucionales. Aunque dichas reformas no evitaron la crisis financiera, lograron, sin embargo, restringir los préstamos asociados a los "grupos". Las reformas fueron las siguientes:

- i) En marzo de 1981 la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) dictaminó que todas las transacciones con partes relacionadas tenían que ser informadas y estableció límites para ellas.
- ii) En agosto de 1981 una nueva ley de bancos forzó la diversificación de los portafolios de los bancos.
- iii) En octubre de 1981 una nueva ley de valores entró en vigencia, prohibiendo y penalizando el uso de información privilegiada, para su propio beneficio, por parte de los administradores de empresas. Esta también dictaminó que cualquier evento relevante que afectara a una empresa particular debía informarse al público y reguló la emisión de bonos de sociedades anónimas abiertas.
- iv) En diciembre de 1981 se dictó una nueva ley de sociedades anónimas. En ésta se establece que sólo las sociedades anónimas abiertas (aquellas con un gran número de accionistas o que planean vender sus instrumentos de deuda al público a través de operaciones de mercado abierto) tienen la obligación de publicar sus estados financieros, los que a su vez deben ser auditados externamente. También se prohíben las inversiones entre las empresas pertenecientes a un mismo "grupo económico" y a la vez se protegen los derechos de los pequeños accionistas contra los riesgos de expropiación por parte de accionistas mayores.
- v) En 1983 se dictó una nueva ley de quiebras. Esta estableció que todos los costos (explícitos) relacionados con la quiebra y liquidación de una sociedad son de cargo de los acreedores y que el proceso mismo de liquidación debe ser manejado privadamente por las partes interesadas.

<sup>18</sup> Véanse Gálvez y Tybout (1985) y las referencias allí citadas.

- vi) En 1984 se creó un sistema de clasificación de instrumentos financieros (según riesgo),<sup>19</sup> especialmente para los fondos de pensión. Este sistema establece la clasificación de riesgo de cualquier instrumento público según el riesgo de su emisor.

*c) Período 1985-1990*

Hay tres hechos que cabe mencionar en este período:

Primero, en 1985 se creó un mecanismo de sustitución de deuda por capital (*Debt-Equity Swaps*). Específicamente, el Banco Central ofreció comprar la deuda externa chilena en pesos y a su valor libro. El requisito era que estos montos debían invertirse en el país, principalmente en patrimonio. Como los bonos chilenos se vendían con un descuento importante en los mercados financieros internacionales (40-60%), esto fue un incentivo para que los inversionistas extranjeros cambiaran bonos por acciones chilenas. Estos *swaps* de deuda por capital implicaron una reducción en la deuda, directamente inducida por el gobierno, y un aumento en el capital de las empresas chilenas.

Segundo, en 1986 apareció una nueva ley de bancos que exigía una mayor diversificación en los portafolios de los mismos. Esta normativa legal limitó también el seguro gubernamental sobre los depósitos a la vista y lo eliminó para los depósitos de largo y mediano plazos en el sistema bancario. Es más, estableció que la prima del seguro para los depósitos de corto plazo sería pagada por cada banco y enfatizó que la liquidación, en caso de una quiebra bancaria, tenía que ser manejada privadamente por los acreedores.

Finalmente, en 1987 el gobierno vendió los dos bancos privados más grandes, los que habían sido intervenidos en 1983. Esto se hizo emitiendo nuevas acciones y entregando incentivos tributarios específicos para sus compradores.<sup>20</sup> El Cuadro A-2 en el Apéndice resume las principales reformas institucionales del período 1973-1989.

### **C. Resumen, preguntas y conjeturas generales**

En síntesis, atendido el período que se analiza en este trabajo, las experiencias por las que atravesó la economía chilena durante los

<sup>19</sup> Comisión Clasificadora de Riesgo.

<sup>20</sup> Esta política se conoció como "capitalismo popular".

últimos 15 años pueden organizarse alrededor de la crisis de la deuda de 1982-83.

La primera recuperación o el período de pre-crisis  
(1976-principios de 1981)

Recordemos que la economía recién había sido golpeada por la crisis del petróleo y que importantes reformas en el sector real fueron introducidas a principios de la década de los 70. Así, después de la recesión de 1975 este período de recuperación comenzó con expectativas optimistas y con mercados de capitales crecientes. Al mismo tiempo, variados factores interrelacionados entre sí proveyeron incentivos (aparentemente fuertes) para el uso de deuda. Entre éstos vale la pena mencionar algunos. Primero, la nueva estructura tributaria vigente desde la reforma de 1974. Recordemos que ésta proveyó incentivos negativos para el uso de utilidades retenidas como una fuente de fondos y ayudó a la concentración de la propiedad de acciones entre los inversionistas ubicados en tramos altos de impuestos. Segundo, debido al seguro de depósito (gratis) provisto por el gobierno, los depositantes no tenían incentivos para monitorear el sistema bancario. Consecuentemente, el costo de pedir prestado para los bancos no aumentó junto con los niveles de riesgo de sus portafolios. Tercero, la privatización de las empresas y los bancos, junto a todo lo anterior, ayudó al surgimiento de los "grupos económicos". Los bancos llegaron a ser, de hecho, el corazón de algunos grupos. En suma, los argumentos basados en impuestos, grupos, expectativas optimistas, seguro de depósito y la total "permisividad" del sistema bancario, todos en conjunto, indujeron a las empresas y bancos a aumentar los niveles de deuda, especialmente para aquellos relacionadas con los "grupos".

La crisis de la deuda (fines de 1981-1984)

Este período se caracterizó por una gran recesión, producto de los *shocks* externos y altos niveles de deuda. Una gran devaluación agravó la crisis, ya que la mayoría de las empresas tenía deudas en dólares. Se adoptaron varias medidas para controlar los efectos de la crisis. Durante esos años se hicieron importantes reformas económicas e institucionales, con el objeto de lograr una reducción permanente en los niveles de deuda y un mejoramiento de la transparencia y eficiencia de los mercados de capitales.

## El período de post-crisis (1985-1990)

Esta etapa comenzó con nuevas instituciones (más modernas) y se benefició de las numerosas reformas realizadas precisamente en los sectores real y financiero de la economía. Probablemente todo esto ayudó a generar un comportamiento más conservador respecto de las políticas de endeudamiento. En particular, debido a los incentivos tributarios entregados desde 1985, la deuda debería haber disminuido significativa y sistemáticamente durante 1985-89, mientras que el patrimonio debería haber aumentado.

En esos años, a la vez, las utilidades retenidas debieran haber sido una importante fuente de fondos para las empresas. Además, la nueva ley de bancos de 1986, que explícitamente limitó el seguro estatal a los depósitos en el sistema bancario, debiera haber inducido a los depositantes a monitorear los bancos. Cabe mencionar aquí dos importantes "monitores": los recientemente creados Fondos de Pensiones (1981) y las compañías de seguros. Los propios bancos debieran haberse comportado en forma más conservadora, considerando especialmente que ya no podían ser el corazón de los "grupos económicos".

En resumen, todos los incentivos creados en este período indican que los niveles de deuda debieran haber caído significativamente con respecto a los períodos de crisis y pre-crisis, mientras el patrimonio debía aumentar. Esto debiera haber ocurrido muy por sobre los *swaps* deuda-capital inducidos por el gobierno, debido a los incentivos tributarios creados por la(s) reforma(s) de 1984 (y posteriores).

En lo que sigue analizaremos estas y otras conjeturas basándonos en datos contables agregados. Junto con verificar si los datos son consistentes con lo expuesto, tomaremos la crisis de la deuda como un punto central e intentaremos responder las siguientes interrogantes.

- En el período de pre-crisis, ¿por qué las empresas "abusaron" del uso de deuda? ¿Lo hicieron realmente? ¿Responden los incrementos en los niveles de deuda a los fundamentos, según predice la teoría de estructura de financiamiento? ¿Podría haberse predicho la crisis? ¿Por qué se usó deuda y no patrimonio?
- ¿Cómo se comportaron las empresas durante el período de crisis? ¿Podemos extraer alguna lección acerca del proceso de toma de decisiones en períodos de dificultades financieras?
- Después de la crisis de la deuda, ¿ha habido cambios permanentes o significativos en las decisiones de financiamiento de las empresas, con respecto del período de pre-crisis? Si Chile enfrentara otra

recesión como la vivida en 1982, ¿reduciría su impacto el nuevo entorno institucional? ¿Son menores los niveles de deuda de "equilibrio" de largo plazo?

Naturalmente, no es posible estar seguro acerca de las respuestas a estas interrogantes. Sin embargo, en las próximas secciones procuraremos responderlas hasta donde los datos nos lo permitan.

### III. LOS DATOS

#### A. Variables contables

La base de datos utilizada en este estudio cubre todas aquellas empresas que han presentado sus estados financieros a la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), los que se entregan en forma trimestral en un formato específico llamado FECU, el que a su vez ha ido actualizándose periódicamente.<sup>21</sup> Esta fue la fuente de toda la información contable. Se resumieron todos los datos existentes en 60 cuentas tomadas de los balances, estados de resultados y estados de fuentes y usos de fondos. Adicionalmente se requirieron las siguientes ajustes:

- Las cifras expresadas en pesos chilenos se ajustaron por inflación y se tradujeron a pesos de diciembre de 1990, cuando el tipo de cambio era aproximadamente de Ch\$ 300/US\$ 1. Debido a que unas pocas empresas presentan sus estados financieros en dólares, estas cifras primero se tradujeron a pesos chilenos de cada año y luego se expresaron en pesos (\$) de diciembre de 1990.
- En la base de datos cada empresa acumula sus variables de flujo durante el año hasta el día de cierre. Por ejemplo, el tercer trimestre incluye todos los ingresos y gastos acumulados entre enero y septiembre. Para obtener las series de tiempo agregadas para las variables flujo elegidas, para cada empresa y año, transformamos las variables flujo en datos trimestrales verdaderos, restando a las cifras del trimestre  $t$  aquellas del trimestre inmediatamente anterior ( $t-1$ ).

<sup>21</sup> Las FECU han sido modificadas durante el transcurso del tiempo, pero afortunadamente la base de datos de la SVS actualiza todas las cuentas disponibles en las FECU antiguas para ponerlas en el formato nuevo.

## B. Selección de la muestra

Del universo de empresas no financieras que aparecían en la base de datos de la SVS, formamos primero una muestra *eliminando* todas aquellas que cumplían con los siguientes criterios:

- Valor libro total de los activos bajo Ch\$ 50 millones y nunca sobre Ch\$ 100 millones.<sup>22</sup>
- Empresas que no aparecen en al menos tres años diferentes (no necesariamente consecutivos) durante el período considerado.
- Las empresas con valor libro del patrimonio negativo.
- Empresas que estaban en proceso de liquidación o en quiebra.

El Cuadro B-1 en el Apéndice B resume el número de empresas que cumplieron con los criterios de inclusión. Hay una notoria caída en el número de empresas en 1981 y de nuevo en 1982.<sup>23</sup> Para hacer comparables los resultados del período 1978-1980 con los de los años siguientes, decidimos trabajar con una submuestra de empresas para el primer período, manteniendo únicamente las empresas que permanecían en la muestra de 1982. Esto probablemente induce un sesgo, el que es muy difícil de evitar debido a que las empresas desaparecen de todas formas de la muestra en 1981-1982.<sup>24</sup> Con la muestra resultante y para cada una de las 60 variables mencionadas arriba construimos series de tiempo trimestrales. La agregación se hizo separadamente para las empresas pertenecientes a los sectores transable y no transable de la economía chilena.

<sup>22</sup> Aproximadamente US\$ 150.000 y US\$ 300.000, respectivamente.

<sup>23</sup> Esta es una consecuencia de la Ley de Sociedades Anónimas que requirió la divulgación de información solamente para aquellas empresas cuya propiedad estuviera repartida entre un gran número de accionistas (llamadas "sociedades abiertas").

<sup>24</sup> El Cuadro B-1 (Apéndice) muestra claramente que el tamaño promedio de los activos de las empresas que dejaron la muestra en 1981-1982 era significativamente inferior al de las que se quedaron (cerca de 1/7). También, en promedio, en 1978-1980 el valor libro agregado de los activos de las 550 empresas que dejaron la muestra representaba aproximadamente 60% de la misma variable para las 128 empresas que quedaron. En resumen, está claro que excluimos de la muestra un número relativamente importante de empresas muy pequeñas. Es obvio, entonces, que nuestros resultados puedan verse afectados por un sesgo de tamaño (y presumiblemente de sobrevivencia) y, por tanto, no pueden generalizarse a empresas "cerradas".

#### IV. CONJETURAS Y EVIDENCIA

##### **A. La primera recuperación y el período de pre-crisis (1976 hasta principios de 1981)**

###### 1. Conjeturas

Al revisar la literatura se encuentra que, en su mayoría, ésta sugiere (implícita o explícitamente) que hubo sobreendeudamiento en Chile en las épocas de pre-crisis y crisis. Podríamos argumentar que éste existió realmente sólo si algo en los datos nos sugiriera que los niveles de deuda aumentaron sin una explicación clara. Por ejemplo, podríamos decir que hubo sobreendeudamiento si observamos que los niveles de rentabilidad estaban cayendo, que la deuda era de plazos menores, que se estaba produciendo una acumulación en las cuentas por cobrar, etc. De modo que parece adecuado iniciar nuestro análisis verificando esta impresión generalizada relativa a los niveles de deuda en este período.

En cualquier caso, se han dado muchas explicaciones del porqué la economía chilena usó "demasiada" deuda durante el período de pre-crisis.

###### *El entorno macroeconómico*

En esta época las tasas de inflación se mantuvieron altas, el tipo de cambio nominal estaba fijo (desde 1979)<sup>25</sup> y las tasas de interés internas fueron considerablemente mayores que las externas. Así, la liberalización de la cuenta de capitales permitió al país recibir importantes flujos de capital externo (véase el Cuadro N° 1). En este contexto, el fijar el tipo de cambio hizo que la deuda en dólares fuera mucho más barata (ex-ante) que su contraparte en pesos.<sup>26</sup> Considerando que los bancos tenían que calzar sus operaciones en distintas monedas entre activos y pasivos, todo lo anterior llevó a que la mayor parte de la deuda contratada fuera en dólares (recordemos que más tarde, en 1982, el peso fue devaluado en forma importante con respecto del dólar).

La teoría sobre estructura de capital tiene algo que decir en este contexto.

<sup>25</sup> El tipo de cambio real cayó en forma sistemática durante este período.

<sup>26</sup> Al menos para quienes creyeron en la mantención de la regla cambiaria.

Si las empresas minimizan sus costos esperados de quiebra,<sup>27</sup> *ceteris paribus*, deberíamos observar que las empresas en el sector transable de la economía mantienen más deuda en dólares que las del sector no transable. Sin embargo, tenemos que tener cuidado cuando interpretamos la evidencia, pues también es verdad que la deuda en dólares era más barata en ese entonces.

### *Expectativas*<sup>28</sup>

Durante este lapso el país dejó atrás la recesión provocada por el aumento en el precio del petróleo y la caída en el precio del cobre (1975). Habiéndose introducido recientemente varias reformas estructurales profundas, la tasa de inflación bajaba y el PGB subía nuevamente. A pesar de que los niveles de las tasas de interés eran aún altos (véase Cuadro N° 1), las autoridades económicas sostenían que éstas debían caer pronto. Asimismo, basadas en el "Enfoque Monetario de la Balanza de Pagos", las autoridades insistían fuertemente en que el peso (\$) no debía devaluarse con respecto del dólar.<sup>29</sup>

El optimismo generalizado se tradujo en niveles de deuda mayores, lo que puede también interpretarse a la luz de la teoría de estructura de capital. La teoría del *pecking-order* de Myers (1984) establece que, debido a una asimetría de información o a la presencia de costos de obtener información, las empresas obtendrían sus fondos primero de utilidades retenidas, luego a través de deuda y finalmente de la emisión de nuevas acciones. Como el período anterior a 1977 fue uno de baja rentabilidad y por tanto de escasas utilidades retenidas (recordemos la crisis del petróleo) y las perspectivas económicas en 1976-1977 parecían promisorias, la fuente preferida de fondos debió haber sido la deuda.

Si hay algo de verdad en la explicación anterior, deberíamos observar lo siguiente:

- El sector transable había sido relativamente rentable en los años anteriores (1976-1977) y su rentabilidad disminuyó cuando el tipo de cambio real comenzó a caer (1978-1981). Así, los niveles de

<sup>27</sup> Stiglitz (1969).

<sup>28</sup> Muchos autores han utilizado este argumento. Por ejemplo, véase Gálvez y Tybout (1985).

<sup>29</sup> Véase Corbo (1985). Valdés (1988) argumenta también que incluso las autoridades económicas promovieron el uso de deuda en dólares.

gran rentabilidad histórica y las oportunidades (esperadas) de crecimiento moderado debieran implicar niveles de deuda (o incrementos) relativamente menores (con respecto del sector no transable, *ceteris paribus*).

- Por el contrario, el sector no transable parecía tener buenas oportunidades de crecimiento en este período. Su nivel de deuda relativa, por lo tanto, debió haber aumentado.

*"Permisividad" generalizada o falta de monitoreo del sistema financiero y de su marco regulatorio*

La idea subyacente en esta explicación es que los bancos (y otros acreedores) dieron acceso fácil al crédito, preocupándose apenas de la capacidad de pago de los deudores.<sup>30</sup> Este argumento se basa en los siguientes hechos:

- A los bancos se les permitió aumentar su deuda externa desde 2,25 veces el capital, al límite general de veinte veces el valor libro de éste. También muchas empresas tuvieron acceso directo a préstamos externos.
- La ley de bancos era poco estricta y la Superintendencia de Bancos no ejercía un control adecuado (Valdés, 1988).
- Existía una fuerte competencia por ganar una mayor participación de mercado dentro del sistema bancario (Arellano, 1983).
- La mayoría de los bancos estaba controlada por conglomerados ("grupos"). Esto significó que los bancos, en vez de actuar como intermediarios financieros en favor de los depositantes en el sistema, fueran usados por los grupos como medios para obtener fondos para sus operaciones (Arellano, 1983, y Barandiarán, 1983).
- Las complejas interrelaciones entre las empresas de los grupos no permitieron a los inversionistas evaluar los riesgos consolidados de prestarles (Valdés, 1990). Esto último sería consecuencia de una ley de valores inadecuada, la que no requería a los conglomerados presentar sus balances consolidados.
- El gobierno ofreció (primero implícita y luego explícitamente) seguros sobre los depósitos bancarios, lo que hizo que los depositantes no se interesaran en monitorear el sistema bancario (Lüders, 1988).

<sup>30</sup> Véase, por ejemplo, Valdés (1988).

Este argumento de "permisividad", o falta de monitoreo, podría comprenderse mejor bajo el enfoque de la teoría de agencia de Jensen y Meckling, la que intenta explicar la estructura de financiamiento de las empresas. Ellos argumentan que *después* de emitir instrumentos de deuda, las empresas tienen incentivos para aumentar su riesgo operacional con el fin de expropiar parte de la riqueza de los tenedores de estos instrumentos. Por lo mismo, los bancos aumentarían el riesgo de su cartera de préstamos. Así, la víctima del proceso de expropiación finalmente sería el Estado, a través de un mayor costo efectivo de asegurar los depósitos del sistema bancario. Argumentos similares pueden darse para el caso de empresas y bancos que obtuvieron fondos en el extranjero, ya que en la práctica el Estado también garantizó la deuda externa emitida por el sector privado.<sup>31</sup>

La hipótesis de "permisividad" podría validarse parcialmente al examinar la evolución de la composición de los activos a través del tiempo. Si este "efecto sustitución de activos" hubiese ocurrido, deberíamos observar en este período una caída en el cociente activos "tangibles" sobre activos totales. Uno podría esperar que esto sucediera a nivel de cada firma específica y particularmente en el caso de aquellas pertenecientes a los grupos. Es más, podríamos preguntarnos si las empresas de los grupos realmente estaban más endeudadas que las empresas que no pertenecían a ellos.<sup>32</sup> Finalmente, los cocientes de cobertura de intereses debieran también reflejar este fenómeno.

Es difícil separar esta hipótesis de la de "optimismo generalizado", ya que ambas implican niveles de deuda mayores. Sin embargo, una variable que sí puede dar alguna luz sobre el particular es el crédito de proveedores, pues el problema del riesgo de abuso moral de la deuda bancaria no se aplica en este caso. Bajo la hipótesis de "optimismo generalizado" se esperaría que los créditos de proveedores aumentaran en forma conjunta con otras fuentes de crédito.

### *El entorno tributario*

Un argumento que ha recibido muy poca atención en el pasado, como un determinante de la crisis de la deuda, es la estructura tributaria

<sup>31</sup> De hecho, después de la crisis los deudores externos argumentaron que ellos no estudiaron profundamente los bancos a los que les prestaron dinero, pues pensaban que todos los préstamos estaban asegurados por el Estado. Véase Valdés, (1988), p. 102.

<sup>32</sup> Las implicancias de corte transversal son un tema que debiera dar lugar a otro estudio.

vigente en el período. De hecho, en la sección B del capítulo II mostramos que la estructura tributaria presentaba grandes incentivos para el financiamiento vía deuda, como también exhibía incentivos negativos para el uso de utilidades retenidas y hacía ventajoso para los grandes inversionistas comprar acciones desde los pequeños ahorrantes.

Como el régimen tributario no cambió durante el período de la precrisis, no es posible probar directamente su impacto sobre los niveles de deuda de las empresas. Sin embargo, es intuitivamente claro que la estructura tributaria en ese entonces incentivó el uso de deuda y la formación de grupos. Podemos intentar hallar alguna evidencia relevante en el estado de fuentes y usos de fondos.

## 2. Evidencia empírica

Los Gráficos N<sup>os</sup> 2 al 7 muestran la evolución de varios indicadores financieros para este lapso.<sup>33</sup> Los Gráficos N<sup>os</sup> 2 y 3 indican dos medidas diferentes de las razones de endeudamiento (deuda total sobre patrimonio) en el período. La primera corresponde a la deuda total en relación al total de patrimonio, mientras que en la segunda hemos restado del numerador las deudas con empresas relacionadas y del denominador las inversiones en empresas relacionadas.<sup>34</sup>

De acuerdo con el Gráfico N<sup>o</sup> 2, hasta 1980 la razón deuda-patrimonio cayó en el caso del sector transable y aumentó (moderadamente) en el sector no transable. Sin embargo, al comparar los Gráficos N<sup>os</sup> 2 y 3, vemos que en el caso del sector transable la caída en los niveles de la razón deuda-patrimonio recién descrita es una consecuencia de los niveles crecientes de inversión en capital de empresas relacionadas, ya que las razones deuda-patrimonio ajustadas aparecen relativamente constantes. En los Cuadros N<sup>os</sup> 5-A y 5-B se encuentra evidencia adicional al respecto. Ahí vemos que en 1979-80, en promedio, el 30% de los fondos disponibles se invirtió en capital de empresas relacionadas y 45% en activos fijos. Estos fondos fueron obtenidos de deuda de largo plazo y fuentes operacionales, aproximadamente en la misma proporción (30% cada uno). Este resultado es bastante consistente con la teoría del *pecking-order*. En el caso del sector no transable, el 70% de los fondos utilizados se destinó a

<sup>33</sup> En cada gráfico los números en el eje de las abscisas (x) indican fines de cada año (31/12/xx).

<sup>34</sup> Este es un sustituto de las cifras que se obtendrían a partir de un balance consolidado.

aumentar los activos fijos y sólo 25% se invirtió en empresas relacionadas. El financiamiento principal se obtuvo de fuentes operacionales.<sup>35</sup> Finalmente, las razones de cobertura de intereses (Gráfico N° 4) aumentaron en promedio durante este período.

Los Gráficos N°s 6 y 7 muestran la rentabilidad de los activos operacionales (definida como ingreso operacional neto más cargos por depreciación, sobre la suma de activos fijos brutos más inventario y saldo en caja) y la rentabilidad del patrimonio (definida como ingreso neto sobre patrimonio), respectivamente. Para el sector no transable ambos indicadores aumentaron hasta 1980, pero para el sector transable no se observa un patrón claro.

Es difícil definir qué se entiende por "sobreendeudamiento". Sin embargo, a la luz de los resultados ya mencionados, no parece haber signos claros de éste en la muestra hasta 1980.

Cuando incluimos los tres primeros trimestres de 1981 en el análisis aparece una tendencia a la baja en la rentabilidad del sector transable, mientras lo contrario ocurre en el sector no transable. El comportamiento relativo de ambos sectores durante esta época resulta consistente con lo predicho por la teoría de estructura de financiamiento. La tendencia a la baja en la rentabilidad del sector transable está acompañada de una caída en las razones deuda/patrimonio (o razones constantes de acuerdo al Gráfico N° 3), en tanto que en el sector no transable aparecen razones de endeudamiento crecientes seguidas de una aparente tendencia al alza de la rentabilidad. Podemos argumentar de este modo que las oportunidades de crecimiento esperado bien pudieron haber sido una de las causas que explican el crecimiento de los niveles de deuda/patrimonio en el sector no transable.

Durante el cuarto trimestre de 1981 las cosas cambian. Notamos una fuerte caída en la tasa de cobertura de intereses para ambos sectores. Esto es consecuencia de dos factores interrelacionados: las tasas de interés internas aumentaron y las utilidades cayeron (véanse los Gráficos N°s 6 y 7). Aunque las tasas de interés internacionales habían aumentado bastante antes, su impacto sobre la economía nacional recién se deja sentir.

El Cuadro N° 3 muestra la composición de las razones deuda/patrimonio durante este período. Hemos descompuesto estas razones entre

<sup>35</sup> Durante 1980 el sector no transable incluso disminuyó su deuda de largo plazo. El hecho de que simultáneamente el capital de trabajo neto disminuyera sugiere que la deuda de largo plazo fue sustituida por deuda de corto plazo.

CUADRO N° 3 COMPOSICIÓN DE LAS RAZONES DEUDA/PATRIMONIO

A. SECTOR TRANSABLE															
	78-IV	79-IV	80-IV	81-IV	82-I	82-IV	83-IV	84-IV	85-IV	86-IV	87-IV	88-IV	89-IV	90-IV	91-II
CORTO PLAZO	0,384	0,272	0,264	0,308	0,313	0,464	0,471	0,526	0,369	0,315	0,239	0,172	0,169	0,155	0,150
Banco	0,129	0,104	0,130	0,131	0,149	0,285	0,236	0,283	0,188	0,158	0,121	0,087	0,086	0,081	0,075
Con el público	0,039	0,009	0,015	0,048	0,037	0,041	0,024	0,014	0,003	0,001	0,001	0,003	0,003	0,005	0,007
Empresas relacionadas	0,000	0,003	0,008	0,012	0,015	0,058	0,130	0,142	0,110	0,075	0,049	0,033	0,035	0,024	0,025
Otra	0,216	0,156	0,112	0,117	0,112	0,079	0,081	0,086	0,068	0,081	0,069	0,048	0,043	0,045	0,043
LARGO PLAZO	0,306	0,292	0,269	0,332	0,330	0,626	0,632	0,657	0,810	0,645	0,308	0,187	0,227	0,237	0,246
Banco	0,116	0,135	0,156	0,224	0,218	0,459	0,367	0,367	0,448	0,350	0,185	0,098	0,082	0,093	0,090
Con el público	0,007	0,013	0,006	0,020	0,013	0,058	0,033	0,033	0,019	0,020	0,015	0,026	0,042	0,047	0,061
Empresas relacionadas	0,000	0,001	0,001	0,008	0,009	0,019	0,138	0,171	0,225	0,170	0,031	0,010	0,022	0,023	0,026
Otra	0,183	0,143	0,107	0,080	0,090	0,090	0,093	0,086	0,119	0,105	0,077	0,053	0,082	0,074	0,069
TOTAL	0,690	0,564	0,534	0,640	0,643	1,089	1,103	1,183	1,179	0,961	0,547	0,359	0,396	0,392	0,396
Tasa de Crec. de la deuda		35,4%	-10,2%	10,3%	-12,2%	60,5%	15,3%	9,1%	4,4%	-9,4%	-28,4%	-19,6%	20,8%	4,8%	
Tasa de Crec. patrimonio		65,6%	-5,0%	-8,0%	-5,8%	-5,8%	13,8%	1,8%	4,8%	11,2%	25,7%	22,6%	9,6%	5,6%	

## B. SECTOR NO TRANSABLE

	78-IV	79-IV	80-IV	81-IV	82-I	82-IV	83-IV	84-IV	85-IV	86-IV	87-IV	88-IV	89-IV	90-IV	91-II
CORTO PLAZO	0,085	0,099	0,115	0,133	0,229	0,133	0,086	0,129	0,126	0,121	0,079	0,081	0,112	0,094	0,084
Banco	0,012	0,015	0,028	0,055	0,104	0,067	0,038	0,080	0,073	0,061	0,027	0,032	0,043	0,032	0,026
Con el público	0,006	0,005	0,007	0,006	0,012	0,000	0,000	0,001	0,001	0,001	0,003	0,004	0,008	0,014	0,011
Empresas															
relacionadas	0,000	0,001	0,001	0,002	0,015	0,029	0,019	0,013	0,015	0,009	0,011	0,010	0,012	0,007	0,007
Otra	0,067	0,078	0,078	0,070	0,099	0,037	0,028	0,035	0,037	0,050	0,037	0,035	0,049	0,041	0,040
LARGO PLAZO	0,239	0,258	0,267	0,304	0,299	0,622	0,571	0,682	0,716	0,730	0,305	0,236	0,292	0,338	0,332
Banco	0,021	0,034	0,037	0,059	0,208	0,493	0,470	0,546	0,599	0,604	0,187	0,123	0,121	0,134	0,127
Con el público	0,000	0,001	0,000	0,000	0,000	0,000	0,002	0,016	0,014	0,022	0,033	0,061	0,108	0,137	0,139
Empresas															
relacionadas	0,000	0,001	0,001	0,002	0,004	0,040	0,035	0,023	0,020	0,023	0,024	0,002	0,001	0,003	0,002
Otra	0,218	0,222	0,229	0,243	0,087	0,088	0,064	0,0%	0,083	0,081	0,060	0,050	0,062	0,065	0,063
TOTAL	0,324	0,357	0,382	0,437	0,528	0,755	0,658	0,811	0,842	0,851	0,383	0,317	0,404	0,432	0,416
Tasa de Crec. de la Deuda	36,7%	-11,2%	15,7%		-60,2%	87,7%	-2,6%	29,8%	21,4%	0,4%	-39,9%	-16,5%	23,0%	12,8%	
Tasa de Crec. patrimonio	24,0%	-17,1%	1,0%	1,0%	8,7%	8,7%	11,8%	5,3%	16,9%	-0,7%	33,5%	0,9%	-3,4%	5,3%	

Fuente: Elaborado con datos de la Superintendencia de Valores y Seguros.

CUADRO N° 4 TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS DIFERENTES MEDIDAS DE DEUDA DURANTE LA CRISIS  
TASA DE CRECIMIENTO DE LA DEUDA Y EL PATRIMONIO

	SECTOR TRANSABLE					Deuda/Patrimonio	
	1982-I	1982-II	1982-III	1982-IV	1982	1981	1982
Deuda C.P.	-11,4%	38,1%	-1,6%	18,1%	42,1%	0,308	0,464
Banco	0,0%	34,5%	33,9%	14,2%	105,8%	0,131	0,285
Con el público	-32,0%	101,7%	-25,2%	-20,8%	-18,7%	0,048	0,041
Empresas relacionadas	14,6%	5,0%	23,4%	219,0%	373,6%	0,012	0,058
Otra	-16,3%	22,8%	-43,4%	8,5%	-36,8%	0,117	0,079
Deuda L.P.	-12,9%	38,0%	7,8%	37,0%	77,6%	0,332	0,626
Banco	-14,9%	40,5%	1,8%	58,5%	92,8%	0,224	0,459
Con el público	-41,0%	138,2%	151,0%	-21,2%	177,8%	0,020	0,058
Empresas relacionadas	-4,0%	13,1%	33,1%	50,1%	117,0%	0,008	0,019
Otra	-1,1%	19,9%	-19,1%	10,6%	6,1%	0,080	0,090
Patrimonio	-12,3%	2,8%	-3,1%	7,9%	-5,8%	—	—
	SECTOR NO TRANSABLE					Deuda/Patrimonio	
	1982-I	1982-II	1982-III	1982-IV	1982	1981	1982
Deuda C.P.	-43,3%	-6,5%	104,9%	0,1%	8,8%	0,133	0,133
Banco	-38,2%	-4,0%	207,8%	-27,6%	32,1%	0,055	0,067
Con el público	-34,5%	-100,0%	—	—	-100%	0,006	0,000
Empresas relacionadas	174,7%	-6,7%	188,4%	142,2%	1.689,7%	0,002	0,029
Otra	-53,5%	2,5%	-7,4%	30,4%	-42,5%	0,070	0,037
Deuda L.P.	-67,6%	20,9%	222,7%	75,8%	122,2%	0,304	0,622
Banco	15,0%	13,6%	272,3%	85,3%	801,2%	0,059	0,493
Con el público	—	—	—	—	—	0,000	0,000
Empresas relacionadas	-22,3%	695,6%	124,7%	78,1%	2.373,9%	0,002	0,040
Otra	-88,2%	6,3%	131,6%	35,7%	-60,4%	0,243	0,088
Patrimonio	-67,1%	-14,5%	174,2%	40,8%	8,7%	—	—
OTRAS VARIABLES							
Cambio porcentual (%) en el T.C. real	-0,3%	10,2%	33,5%	4,8%	51,6%		
Tasa de interés real	16,21%	20,52%	14,63%	10,36%	—		

GRÁFICO N° 2 DEUDA/PATRIMONIO 1978-1982

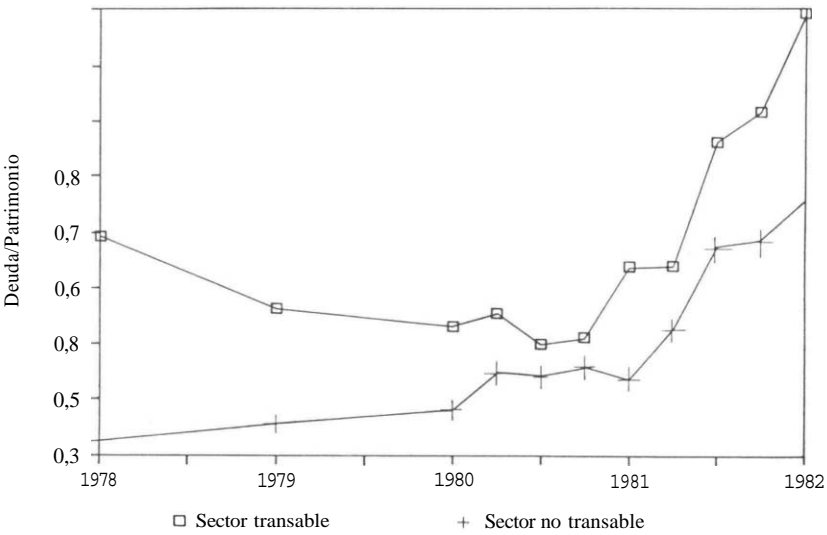


GRÁFICO N° 3 DEUDA/PATRIMONIO AJUSTADA 1978-1982

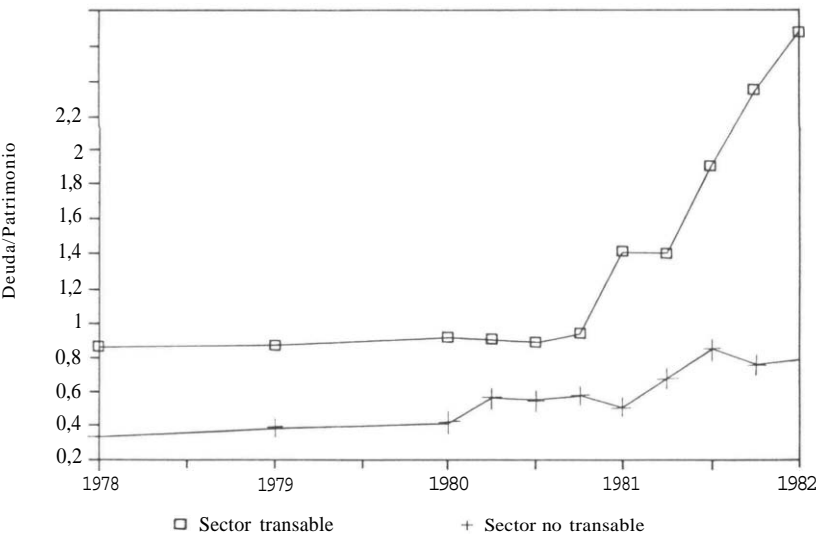


GRÁFICO N° 4 COBERTURA DE INTERESES 1978-1982

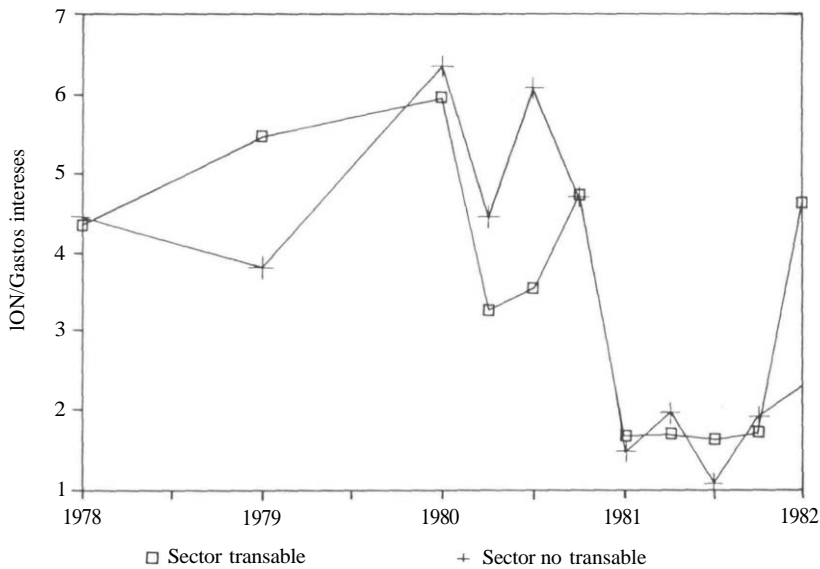


GRÁFICO N° 5 COMPOSICION DE ACTIVOS 1978-1982

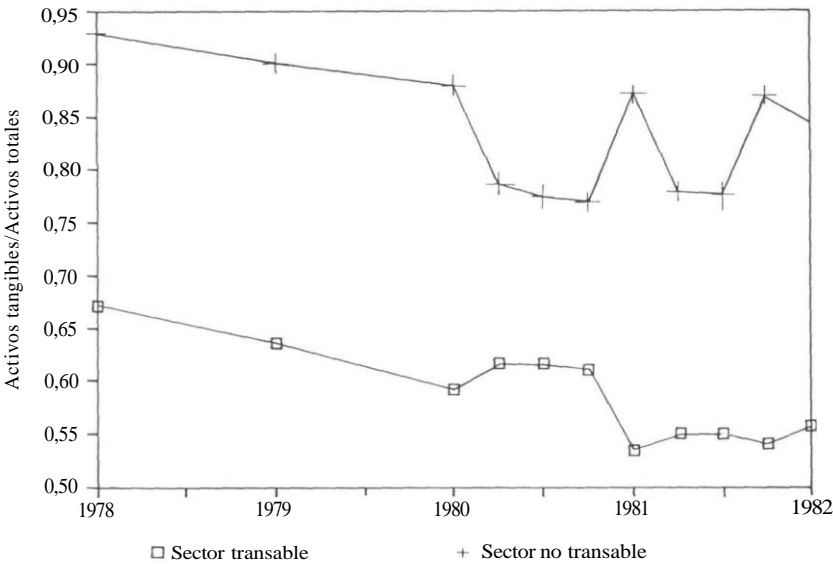


GRAFICO N° 6      RENTABILIDAD DE LOS ACTIVOS OPERACIONALES  
BASE TRIMESTRAL (1978-1982)

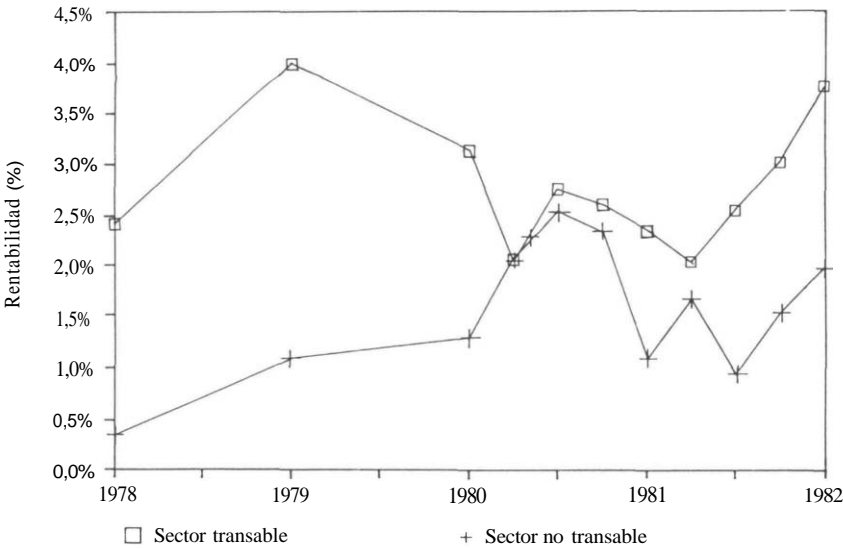
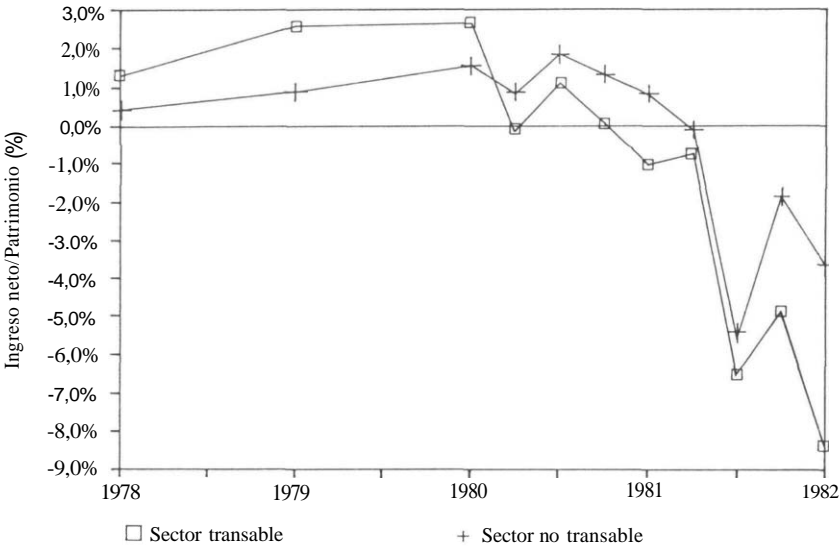


GRAFICO N° 7      RENTABILIDAD DEL PATRIMONIO  
BASE TRIMESTRAL (1978-1982)



CUADRO N° 5 A. SECTOR TRANSABLE  
FUENTES Y USOS DE FONDOS A TRAVÉS DEL TIEMPO (1)

Fuentes de fondos de largo plazo (2)						
Año	De la operación- dividendos (3)	Incremento neto en deuda L.P. (4)	Incremento neto en deuda L.P. con emp. relacionadas	Emisión de bonos (Bruto)	Emisión de acciones (Bruto)	Otras (5)
7912	0,37	0,38	n.a.	0,00	0,02	0,23
8012	0,18	0,20	n.a.	0,00	0,11	0,51
8112	-0,03	0,58	n.a.	0,00	0,06	0,39
8212	-0,02	0,19	-0,05	0,23	0,13	0,51
8312	1,27	-1,48	-0,90	0,23	0,16	1,73
8412	0,46	-0,35	0,08	0,04	0,16	0,62
8512	0,24	0,10	0,05	0,01	0,07	0,53
8612	0,56	-0,14	-0,02	0,02	0,03	0,54
8712	0,62	-0,75	-0,02	0,03	0,49	0,62
8812	0,52	-0,19	0,00	0,10	0,11	0,46
8912	0,21	0,05	0,05	0,07	0,02	0,61
9012	0,19	0,09	-0,01	0,09	0,05	0,59

Usos de Fondos						
Año	Fuentes/ activos brutos (6)	Fuentes netas millones US\$ (7)	Activos fijos	Inversiones permanentes en otras empresas	Otros	Incremento neto en capital de trabajo
7912	0,108	749,0	0,48	0,29	0,06	0,16
8012	0,101	645,9	0,42	0,32	0,16	0,09
8112	0,088	539,2	0,44	0,50	0,38	-0,32
8212	0,096	705,0	0,25	0,50	0,47	-0,22
8312	0,016	154,6	0,86	0,49	0,80	-1,15
8412	0,056	567,9	0,29	0,16	0,27	0,28
8512	0,109	1.187,2	0,22	0,21	0,11	0,46
8612	0,083	933,1	0,39	0,30	0,26	0,04
8712	0,080	874,1	0,36	0,30	0,13	0,21
8812	0,096	1.119,9	0,42	0,22	0,07	0,29
8912	0,184	2.356,2	0,34	0,24	0,33	0,09
9012	0,093	1.249,8	0,62	0,31	0,14	-0,07

- (1) Información obtenida de los estados de fuentes y usos de fondos individuales y posteriormente agregados.
- (2) Todos los ítemes de deuda son de largo plazo (> 1 año). La deuda de corto plazo se restó del capital de trabajo neto. Los números se expresan como proporción de las fuentes totales.
- (3) Se calcula como ingreso neto más otros gastos que no impliquen desembolsos.
- (4) Incluye todas las deudas que no se mencionan explícitamente.
- (5) Corresponde a la venta de activos permanentes más los dividendos recibidos de otras empresas.
- (6) Los activos brutos se definen como el total de activos más la depreciación acumulada.
- (7) Todas las cifras se expresaron primero en \$ de diciembre de 1990 y se transformaron en dólares a US\$ 300.

CUADRO N° 5 B. SECTOR NO TRANSABLE  
(Continuación) FUENTES Y USOS DE FONDOS A TRAVÉS DEL TIEMPO (1)

## Fuentes de fondos (2)

Año	De la operación dividendos (3)	Incremento neto en deuda L.P. (4)	Incremento neto en deuda L.P. con emp. relacionadas	Emisión de bonos (Bruto)	Emisión de acciones (Bruto)	Otras (5)
7912	0,56	0,19	n.a.	0,00	0,06	0,19
8012	0,83	-0,39	n.a.	0,00	0,07	0,49
8112	0,32	0,50	n.a.	0,00	0,00	0,18
8212	0,25	0,52	0,06	0,00	0,00	0,17
8312	0,58	0,20	0,00	0,01	0,05	0,15
8412	0,48	0,27	0,00	0,10	0,02	0,13
8512	0,50	0,18	0,00	0,00	0,01	0,31
8612	0,72	-0,18	0,06	0,06	0,05	0,29
8712	0,64	-1,92	0,02	0,20	1,46	0,61
8812	0,26	-0,35	-0,06	0,18	0,35	0,63
8912	0,20	0,12	-0,05	0,13	0,05	0,55
9012	0,24	0,20	0,01	0,19	0,15	0,22

## Usos de Fondos

Año	Fuentes/ activos brutos (6)	Fuentes netas millones US\$ (7)	Activos fijos	Inversiones permanentes en otras empresas	Otros	Incremento neto en capital de trabajo
7912	0,020	131,9	0,60	0,17	0,08	0,15
8012	0,011	63,3	0,80	0,32	0,18	-0,32
8112	0,028	168,0	0,60	0,15	0,29	-0,04
8212	0,075	594,7	0,78	0,04	0,21	-0,04
8312	0,063	535,7	0,77	0,02	0,07	0,14
8412	0,063	615,7	0,81	0,04	0,17	-0,02
8512	0,064	703,1	0,65	0,01	0,13	0,21
8612	0,054	604,0	0,57	0,02	0,31	0,10
8712	0,046	528,2	0,77	0,15	0,12	-0,05
8812	0,101	1.119,8	0,36	0,33	0,18	0,13
8912	0,092	1.059,2	0,66	0,19	0,23	-0,09
9012	0,079	972,5	0,82	0,17	0,11	-0,09

- (1) Información obtenida de los estados de fuentes y usos de fondos individuales y posteriormente agregados.
- (2) Todos los ítemes de deuda son de largo plazo (> 1 año). La deuda de corto plazo se restó del capital de trabajo neto. Los números se expresan como proporción de las fuentes totales.
- (3) Se calcula como ingreso neto más otros gastos que no implican desembolsos.
- (4) Incluye todas las deudas que no se mencionan explícitamente.
- (5) Corresponde a la venta de activos permanentes más los dividendos recibidos de otras empresas.
- (6) Los activos brutos se definen como el total de activos más la depreciación acumulada.
- (7) Todas las cifras se expresaron primero en \$ de diciembre de 1990 y se transformaron en dólares US\$ 300.

deuda de corto y largo plazo y también de acuerdo a las distintas fuentes de deuda. Las fuentes más importantes son deuda bancaria y "otra" deuda. En esta última el componente más relevante es el crédito de proveedores.<sup>36</sup>

Durante el lapso 1978-1981 casi la mitad de la deuda total era de corto plazo en el caso del sector transable. En el no transable, aproximadamente 1/4-1/3 correspondía a deuda de corto plazo. Estas cifras son relativamente estables durante este período, incluso en 1981. El hecho de que la composición de la deuda en términos de plazos fuera relativamente estable no indica que haya dificultades financieras.

A pesar de lo anterior, resulta interesante mirar la composición de la razón deuda/patrimonio, con el propósito de encontrar evidencia relativa a la hipótesis de "permisividad". Es importante recordar que los niveles de tasas de interés internacionales ya habían aumentado en 1980 y siguieron subiendo en 1981.

Hemos argumentado que la rentabilidad del sector transable estaba disminuyendo. A su vez, la fracción financiada con crédito de proveedores (por "otra" deuda, para ser más exactos) disminuyó, en promedio, tanto en el corto como en el largo plazo. En el sector no transable el crédito de proveedores aumentó, especialmente en el largo plazo. El financiamiento bancario, por otro lado, creció en forma estable. Finalmente, el componente "deuda con el público" se elevó fuertemente en el sector transable, en especial durante 1981 (de hecho se triplicó con relación a 1980). Así, mientras el crédito de proveedores parecía seguir a los niveles de rentabilidad de cada sector, el financiamiento bancario y la deuda directa con el público aumentaron sistemáticamente. Todo esto se puede entender en el contexto de un seguro gubernamental implícito o esperado sobre los depósitos y deudas emitidas por las empresas,<sup>37</sup> el que no existía o no se creía pudiera darse para el caso del crédito de proveedores. En el Gráfico N° 5 encontramos evidencia adicional en favor de las hipótesis de "permisividad" y sustitución de activos. Esta muestra la evolución de los activos "tangibles" (activos fijos brutos más caja e inventarios) sobre los activos (brutos) totales. Para ambos sectores observamos una razón decreciente en forma estable.

<sup>36</sup> Desafortunadamente no tenemos la composición de la deuda según su moneda. Más adelante miraremos indirectamente este punto cuando evaluemos el impacto de la devaluación del peso durante el segundo y siguientes trimestres de 1982.

<sup>37</sup> Valdés (1988) argumenta que en crisis anteriores el gobierno tuvo casi siempre que intervenir en favor de los acreedores.

Para evaluar las posibles consecuencias del régimen tributario vigente en este período es interesante buscar alguna evidencia en los estados de fuentes y usos de fondos (Cuadro N° 5). Al considerar juntos los años 1979 y 1980, de US\$ 1,4 billón obtenido por el sector transable, 28% provenía de utilidades retenidas, 30% de nueva deuda y 6% de emisiones de nuevo capital.<sup>38</sup> En 1981 las utilidades retenidas fueron negativas, 58% de los fondos disponibles provino de nueva deuda y, una vez más, 6% de capital nuevo. Esta evidencia es consistente con la teoría del *pecking-order* y con los argumentos tributarios esgrimidos (no resultaba inconveniente retener utilidades). El sector no transable, sin embargo, usó las utilidades retenidas como la fuente más importante para financiar sus operaciones (65% entre 1979 y 1980). Una posible explicación para los diferentes comportamientos en ambos sectores es que el Código Tributario en Chile permite depreciación acelerada<sup>39</sup> y el sector no transable tiene más activos fijos.

En suma, la evidencia presentada hasta ahora es consistente con la teoría del *pecking-order* y la existencia de algún grado de "permisividad", pero en la muestra analizada no está del todo claro que los niveles absolutos de deuda fueran "demasiado altos" ex-ante. De hecho, las razones deuda/patrimonio parecen haber seguido la rentabilidad mostrada por cada sector. La evidencia también apoya nuestras conjeturas acerca de los incentivos tributarios y las expectativas optimistas. Resulta tentador, entonces, aventurar la hipótesis de que la así llamada "crisis de la deuda", que vino más tarde, fue principalmente provocada por un gran *shock* externo y ajeno a las empresas (reflejado en una drástica caída en los niveles de rentabilidad a fines de 1981) y agravada por algún grado de permisividad del sistema financiero.<sup>40</sup>

## **B. El período de crisis (1982-1984)**

### **1. Conjeturas**

La crisis comenzó hacia fines de 1981, pero su magnitud real no se manifestó del todo sino hasta 1982 (de hecho, en 1981 el PGB creció 5,5%).<sup>41</sup> Esta crisis fue gatillada por un gran aumento en las tasas de

<sup>38</sup> Este bajo porcentaje se dio a pesar de que el IGPA (índice General de Precios de Acciones) duplicó su valor entre 1979 y 1980.

<sup>39</sup> Todos los activos fijos pueden depreciarse en un tercio de su vida útil.

<sup>40</sup> Los eventuales efectos tributarios y sobre los grupos debieran poder ser identificados en un estudio de corte transversal.

<sup>41</sup> Durante el tercer trimestre creció 9% y durante el cuarto 4,6%, ambos en tasas anualizadas.

interés internacionales y por un congelamiento de los flujos de capital hacia Chile, más otros problemas estructurales derivados de la política cambiaria.<sup>42</sup>

Este período resulta interesante para examinar las decisiones de financiamiento de las empresas (y sus acreedores) en circunstancias de dificultades o estrechez financiera.

### *El comportamiento de los acreedores*

Si bien aún podemos buscar evidencia de "permisividad" durante este período, ya no es posible argumentar que el eventual incremento en los niveles de deuda haya sido generado por expectativas optimistas. Es más, durante este período de crisis podemos esperar aumentos en los niveles de deuda sólo como resultado de que muchas empresas no pudieron pagar sus deudas (capitalización de intereses) y/o debido a que muchos préstamos estaban expresados en dólares, ya que el peso se devaluó con respecto de esta moneda. Sin embargo, es también posible que los bancos y otros acreedores hayan decidido proveer de fondos adicionales a las empresas. Hay dos argumentos que pueden usarse para explicar este comportamiento hipotético. Primero, si se supone que existe un seguro gubernamental y, por ende, todos los préstamos se consideran seguros, incluso aquellos inversionistas tenedores de instrumentos de deuda que usan su propio dinero estarían dispuestos a financiar las operaciones de aquellas empresas en dificultades (es decir, la deuda de las empresas con el público aumentaría). Segundo, si los bancos están fuertemente descapitalizados (de modo que los dueños tienen poco que perder en caso de una quiebra), el prestar más dinero a las empresas en problemas puede ser fácil de comprender. Si las empresas sobreviven, los bancos pueden sobrevivir también, pues logran recuperar sus préstamos. En caso contrario, es poco o nada lo que pierden.

### *El comportamiento de las empresas*

La teoría sobre estructura de financiamiento presta mucha atención al caso de aquellas empresas que deciden cómo financiar nuevas inversio-

<sup>42</sup> Recordemos que desde el tercer trimestre de 1979 el tipo de cambio estuvo fijo a \$ 39/US\$, a pesar de las significativas tasas de inflación interna y de salarios efectivamente indexados a las tasas de inflación pasadas. Esta inflexibilidad salarial ha sido individualizada como una de las causas de esta gran recesión. Los sectores exportador y sustituidor de importaciones fueron los más afectados (negativamente) por esta combinación de políticas.

nes. Ahora necesitamos estudiar las implicancias al revés: ¿cómo se comportan las empresas cuando tienen que reducir sus operaciones y abandonar sus proyectos; es decir, en épocas de crisis?

Puede ser interesante distinguir los siguientes casos:

- Los dueños y administradores de las empresas próximas a la quiebra encontrarían conveniente obtener fondos adicionales a cualquier precio. Las fuentes de financiamiento adicional serían principalmente deuda, a menos que el patrimonio (acciones) se encuentre sobrevaluado. Finalmente, los dueños pueden incluso decidir pagarse ellos mismos importantes montos en dividendos.
- Las empresas con una mayor probabilidad de sobrevivencia deberían intentar reducir sus operaciones. Los niveles de deuda serían reducidos (particularmente si los intereses son altos) primero utilizando activos líquidos y luego vendiendo activos fijos. No se pagarían dividendos.

## 2. Evidencia empírica

Resulta interesante comenzar analizando la reacción de las empresas durante el primer trimestre de 1982.

### *El primer trimestre de 1982*

Al mirar los Gráficos N<sup>os</sup> 2 y 3 vemos que durante este trimestre la razón deuda/patrimonio en el sector transable permaneció constante y aumentó en el sector no transable. En este trimestre, la razón que mide la cobertura de intereses se mantuvo baja (Gráfico N° 4), aproximadamente al mismo nivel del último trimestre de 1981.<sup>43</sup>

El Cuadro N° 4 muestra las tasas de crecimiento de los diferentes tipos de deuda en este período. Una mirada a este cuadro revela que casi todos los niveles de deuda se redujeron durante el primer trimestre de 1982, con excepción de la deuda con empresas relacionadas y la deuda bancaria de largo plazo en el sector no transable. El sector no transable (que tenía menos deuda) disminuyó sus niveles totales a una tasa más rápida, lo que obedece principalmente a una caída de los créditos de proveedores (otra deuda). También la deuda de largo plazo se redujo

<sup>43</sup> Nótese también que la composición de los activos permaneció constante y las medidas de rentabilidad se mantuvieron bajas (Gráficos N<sup>os</sup> 5, 6 y 7).

relativamente más en ambos sectores. Esto último es consistente con consideraciones de *timing* de tasa de interés: las tasas de largo plazo eran estimadas demasiado altas en ese tiempo.

En esta etapa, quizás, la mayoría de las empresas pensaba que sobrevivirían a la crisis y, por tanto, disminuyeron sus niveles de deuda.

El comportamiento de la deuda con empresas relacionadas es notoriamente diferente al resto de las otras fuentes de deuda. Aunque relativamente poco importante dentro de la estructura de financiamiento total de las empresas, es posible aventurar la hipótesis que las compañías *Holding* ofrecieron fondos más baratos para sus asociados durante este período.<sup>44</sup>

Hacia fines de 1981 las dos fuentes más importantes de fondos fueron la deuda bancaria y "otra deuda" (crédito de proveedores), especialmente en el largo plazo para el sector no transable (Cuadro N° 3). Podemos entonces concluir que el crédito de proveedores fue el que más se redujo. Esto tiene dos posibles interpretaciones: que disminuyó debido a las menores operaciones, o bien porque los proveedores fueron los primeros en notar que sus clientes tendrían problemas para cumplir con sus deudas.

En resumen, durante el primer trimestre de 1982 las empresas de la muestra se comportaron como lo harían aquellas que creen poder sobrevivir a la recesión, reduciendo en forma notoria sus niveles absolutos de deuda.

### *El segundo y posteriores trimestres de 1982*

Quizás el suceso más relevante que ocurrió durante 1982 fue la devaluación del peso hacia fines del segundo trimestre. El tipo de cambio aumentó 52% en términos reales con respecto del dólar durante los últimos tres trimestres de 1982. Esto significó un cambio importante en política económica y se interpretó como un fracaso total de "los experimentos de libre mercado" realizados durante los años anteriores. La literatura ha sostenido que en el país se vivió una crisis de confianza.<sup>45</sup>

El Cuadro N° 3 muestra que hacia fines de 1982 casi todos los niveles de deuda absoluta aumentaron sustancialmente, con excepción del crédito de proveedores y la deuda de corto plazo con el público. Por definición, las posibles causas para estos aumentos son: la devaluación del

<sup>44</sup> Puede haber correspondido indirectamente a deuda bancaria. Recordemos que los grupos controlaban también los bancos más importantes.

<sup>45</sup> Véase Corbo (1985).

peso, la capitalización de los intereses devengados y no pagados y la contratación de nueva deuda. Ya que no conocemos la fracción total de la deuda que estaba expresada en dólares, solamente podemos tratar de evaluar, en forma indirecta, la importancia relativa de estos tres factores. El siguiente cuadro nos da algunas luces sobre el particular:

CUADRO N° 6 GASTOS EN INTERESES Y DEUDA  
(Millones de dólares)

	Transable	No Transable
Deuda total (82:03)	1.916,1	520,4
Gastos por intereses (82:06 - 82:12)	259,2	110,4
Deuda final (82:12)	3.487,1	2.453,31
(Inicial + intereses)/final	0,62	0,26

Es obvio que aun si sumamos los gastos en intereses a la deuda total mantenida a fines del primer trimestre de 1982, no podemos explicar los aumentos de la deuda durante 1982. Más aún, si asumimos que toda la deuda estaba en dólares, una devaluación del 50% en términos reales no permitiría explicar los aumentos en los niveles de deuda, especialmente en el sector no transable. Para ambos sectores casi 57% de la deuda total era deuda bancaria en el primer trimestre de 1982. Considerando que toda la deuda bancaria estaba en dólares y una devaluación del 50%, podríamos aumentar la razón de deuda inicial más gastos en intereses sobre deuda final a 0,78 y 0,32, respectivamente. En cualquier caso, los cálculos más conservadores (considerando que toda la deuda estaba en dólares) indican que al menos 17% del crecimiento en la deuda corresponde a nueva deuda en el sector transable. Para el sector no transable este número alcanza a 68%.<sup>46</sup>

<sup>46</sup> A pesar de lo anterior, es importante recordar que junto con la devaluación del peso el gobierno ofreció diferentes tipos de ayuda a los deudores, tales como "un tipo de cambio preferencial", crédito directo y otros mecanismos (véanse Larraín, 1989, y Barandarián, 1983). En consecuencia, los números no reflejan completamente el impacto inicial de la devaluación.

Si analizamos el estado de fuentes y usos de fondos (Cuadro N° 5), encontramos cifras que son consistentes con el análisis anterior. De hecho, el 41% de todos los fondos disponibles para el sector transable durante 1982 provino de nueva deuda, mientras la misma figura alcanza al 52% para el sector no transable.<sup>47</sup>

Por consiguiente, si se considera que:

- las tasas de interés eran altas, la razón de cobertura de intereses y las medidas de rentabilidad estaban en sus niveles históricos más bajos (véanse Gráficos N° 4, 6 y 7);
- las utilidades retenidas netas en el sector transable eran negativas por segundo año consecutivo (los dividendos representaron el 2% del valor libro del patrimonio en 1981, a pesar de que las utilidades retenidas fueron negativas);
- la emisión de capital en el sector transable fue la más importante dentro de los últimos cuatro años y la deuda con el público se duplicó durante 1982,<sup>48</sup>

podemos concluir que el comportamiento de las empresas y acreedores durante 1982 es consistente con nuestra hipótesis de permisividad, especialmente en el caso del sector transable. En efecto, recordemos que sólo el nivel de deuda proveniente de crédito de proveedores fue significativamente reducido en 1982, por lo que probablemente era la única fuente de deuda que no se esperaba que estuviera asegurada por el gobierno. Esta eventual falta de monitoreo por parte de los acreedores ha estado asociada en la literatura con una falla del sistema regulatorio, el que no garantizaba información transparente y oportuna. Una interpretación alternativa es que esta falta de monitoreo realmente se debía al seguro gubernamental *esperado* sobre los depósitos y las deudas emitidas por las empresas. En este caso es innecesario estar informado.

<sup>47</sup> Sin embargo, la forma en que los fondos fueron usados fue muy diferente. En el último caso el 78% de los fondos fue para activos fijos. En el sector transable el 50% de los fondos se usó para aumentar las inversiones en empresas relacionadas y sólo 25% en activos fijos.

<sup>48</sup> S. Valdés (1988) plantea que los fondos mutuos (relacionados con empresas de los grupos económicos) anunciaron que no invertirían más en capital (acciones). Más bien, ellos compraron deuda (bonos) de empresas relacionadas. También puede haber sido el caso que las compañías *holding* compraran patrimonio de sus asociados con deuda bancaria. Véase también la nota 44.

El comportamiento de las empresas que componen la muestra fue notablemente diferente durante los últimos tres trimestres de 1982 en relación al primero. El comportamiento observado durante los últimos trimestres resulta consistente con lo que se esperaría de una empresa cercana a la bancarrota.

### *El período 1982-1984 como un todo*

En los Gráficos N<sup>os</sup> 8 al 13 se muestra la evolución de varios indicadores financieros en este período. Los Gráficos N<sup>os</sup> 8 y 9 muestran las razones deuda-patrimonio y deuda-patrimonio ajustada, respectivamente. En el Gráfico N<sup>o</sup> 8 vemos un *peak* a mediados de 1985 para ambos sectores (cerca de 1,3 para el sector transable y 1,1 para el no transable). De acuerdo al Gráfico N<sup>o</sup> 9, el *peak* se produjo a fines de 1982 para el sector transable. El distinto comportamiento de ambas medidas de endeudamiento se produce principalmente por el ítem "inversión en empresas relacionadas", el que fue restado del denominador para construir las series del Gráfico N<sup>o</sup> 9. De hecho, se ha argumentado que durante la crisis las relaciones de propiedad cruzada (atribuidas a la estructura organizacional de los grupos) eran extremadamente complejas, lo que significó varios años (hasta 1985) para llegar a comprenderlas y, por tanto, poder valorar adecuadamente todas estas inversiones.<sup>49</sup> Los principales bancos intervenidos por el gobierno en 1983 también fueron parte del proceso de "limpieza". Es muy esclarecedor observar que la razón deuda-patrimonio alcanzada en 1985 resultó similar a la razón deuda-patrimonio promedio *ajustada* observada a partir de 1983. Sin embargo, los datos sólo nos dicen que la importancia relativa de estas inversiones relacionadas disminuyó con el tiempo. Es probable, entonces, que durante el período de crisis las empresas se hayan involucrado en un proceso masivo de ordenamiento interno.

El caso del sector no transable es diferente. Aquí el *peak* observado en 1985 fue una consecuencia de las políticas gubernamentales seguidas durante el período 1982-1984. Mencionamos anteriormente que junto con la devaluación del peso en junio de 1982, el gobierno ofreció varios mecanismos para reducir su impacto, tales como el de dólar preferencial. Este subsidio fue cancelado abruptamente a mediados de 1985. De hecho,

<sup>49</sup> Véanse Valdés (1988) y Larraín (1989).

GRÁFICO N° 8 DEUDA/PATRIMONIO 1981-1985

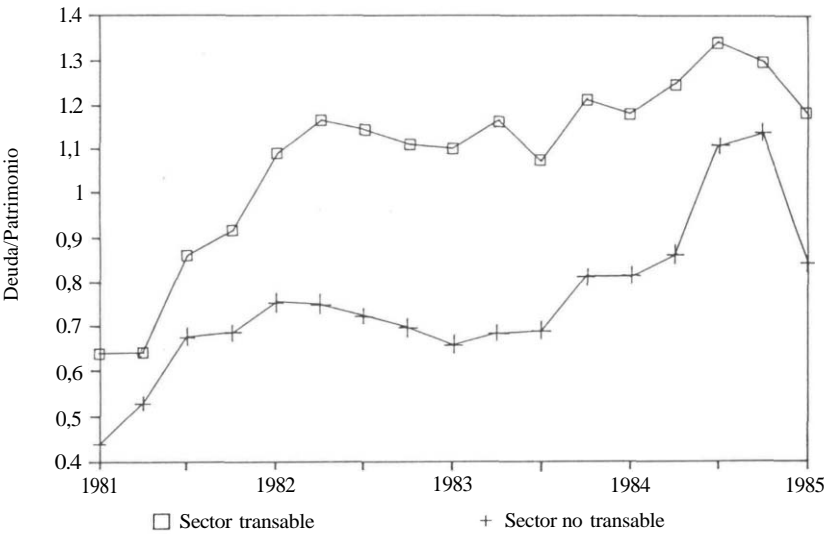


GRÁFICO N° 9 DEUDA/PATRIMONIO AJUSTADA 1981-1985

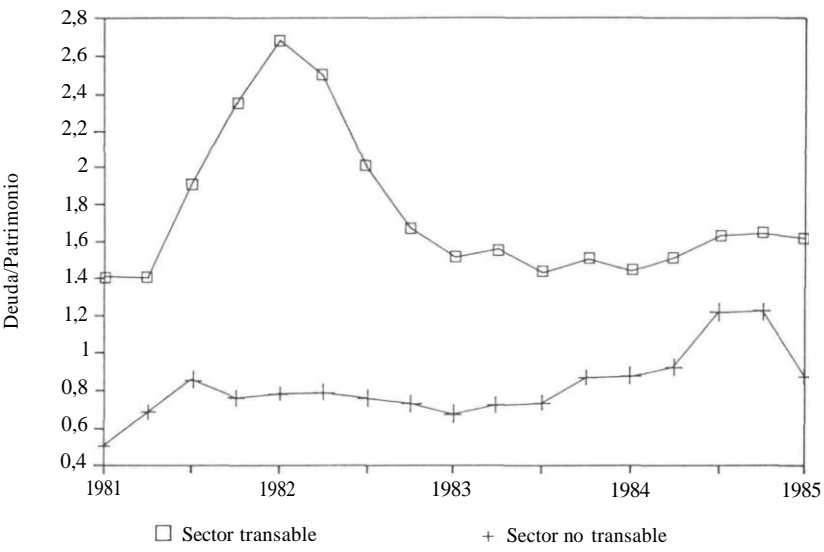


GRÁFICO N° 10 COBERTURA DE INTERESES 1981-1985

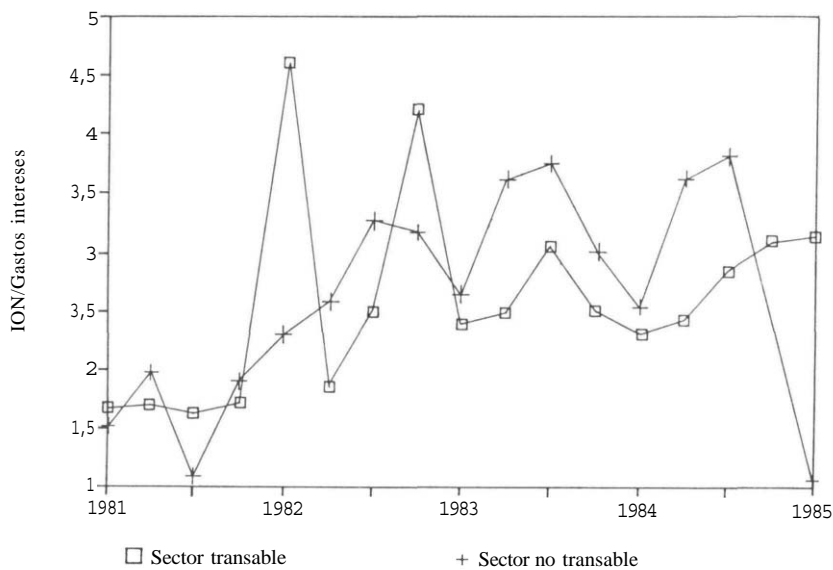


GRÁFICO N° 11 COMPOSICIÓN DE ACTIVOS 1981-1985

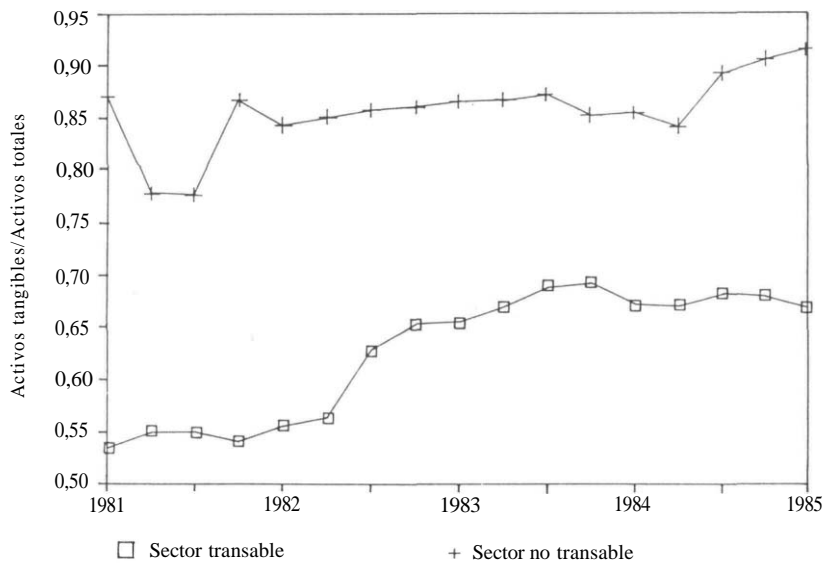


GRÁFICO N° 12    RENTABILIDAD DE LOS ACTIVOS OPERACIONALES  
BASE TRIMESTRAL (1981-1985)

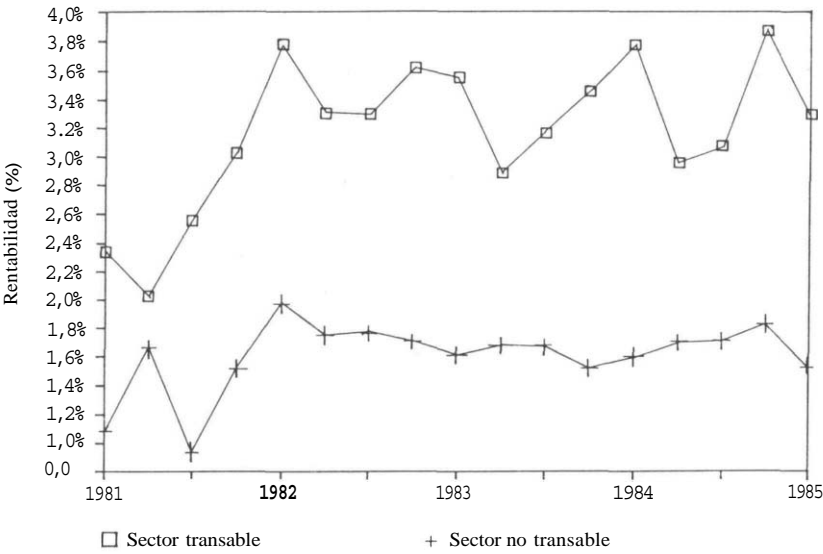
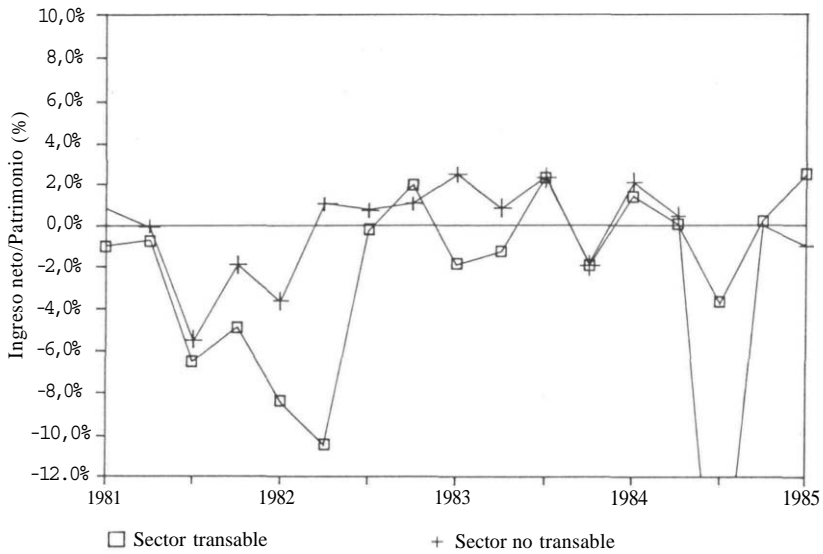


GRÁFICO N° 13    RENTABILIDAD DEL PATRIMONIO  
BASE TRIMESTRAL (1981-1985)



el Gráfico N° 13 muestra una rentabilidad negativa para el patrimonio a mediados de 1985. Esto se produjo porque las empresas tuvieron que valorar su deuda expresada en dólares a su verdadero valor de mercado, en vez de hacerlo al tipo de cambio preferencial, y la diferencia reconocerla como una pérdida durante los últimos tres trimestres de 1985.<sup>50</sup>

Los Gráficos N°s 4 y 10 muestran la razón de cobertura de intereses. Durante el período de pre-crisis, las razones de cobertura de intereses promedio fueron cercanas a 4-4,5 para ambos sectores. A fines de 1982 estos números cayeron a 2,4 y 1,82 para los sectores transable y no transable, respectivamente. En los dos años siguientes, en promedio, esta razón no cambió significativamente para el primer sector, aunque sí aumentó (sobre 3) para el segundo. El hecho de que las razones de cobertura de intereses permanecieran más bajas que en el período de pre-crisis indica que los niveles de deuda e intereses fueron un problema constante durante este período.

En el Gráfico N° 12 se observa que la rentabilidad de los activos operacionales recuperó rápidamente sus niveles históricos promedio, a pesar de la recesión. Después de 1982 ésta fluctuó entre 3 y 4% y entre 1 y 2% (ambos en base trimestral) para los sectores transable y no transable, respectivamente, aunque en este último caso ésta es claramente más estable. En el Gráfico N° 13 las medidas de rentabilidad del patrimonio exhiben el impacto de la crisis de la deuda. Durante todo el período cubierto en el gráfico no se ven signos de estabilización a niveles positivos.

La evidencia final, necesaria para caracterizar este período, puede encontrarse en el estado de fuentes y usos de fondos (resumido en el Cuadro N° 5). El sector transable muestra claramente los signos de un período contractivo.<sup>51</sup> En 1983 y 1984 hubo un uso neto de fondos destinados a reducir los niveles de deuda. Durante estos años una fracción relativamente alta de los fondos totales se obtuvo de utilidades retenidas.

<sup>50</sup> Los datos muestran evidencia de esto en los valores tomados por dos variables contables, una llamada "pérdida de derechos por dólar preferencial" (una cuenta de activo transitoria que es más tarde reconocida como gasto) y la cuenta corrección monetaria. Esta última es una cuenta que resume los efectos de ajustar los estados financieros por inflación. Cualquier pasivo que es revaluado a una tasa más rápida que los activos (la mayoría de ellos son ajustados por inflación) aparece como un gasto neto.

<sup>51</sup> Esto puede explicar por qué la rentabilidad de los activos operacionales recuperó sus niveles históricos. Las empresas sólo mantuvieron las inversiones más rentables.

Asimismo, vemos que, especialmente en 1983, la fuente de fondos bajo el nombre de "otras" fue también importante. Esta fuente corresponde parcialmente a la venta de activo permanente. En 1982 y 1983 el aumento neto en el capital de trabajo fue negativo, lo que significa que las empresas usaron sus activos líquidos netos para financiar sus operaciones. También las inversiones (brutas) en activos fijos y en empresas relacionadas se mantuvieron bajas durante este lapso.

Considerando todavía los estados de fuentes y usos de fondos, observamos que el sector no transable muestra un impacto notablemente menor provocado por la recesión. Los fondos netos obtenidos fueron relativamente estables durante el período 1982-1984. Las utilidades retenidas y la deuda de largo plazo siguieron siendo las fuentes principales de fondos, donde el uso más importante fueron los activos fijos. Parece no haberse producido ningún aumento considerable en la venta de activos y la reducción de capital neto de trabajo no fue una fuente significativa de fondos.

Es interesante contrastar el comportamiento relativo de estos dos sectores. Aunque la depreciación real del tipo de cambio favoreció al sector transable, éste siguió una política contractiva, lo que no sucedió en el otro sector. Por tanto, todo parece indicar que el principal problema durante este período fue la carga implicada por el volumen de deuda, lo que afectó relativamente más al sector con mayor deuda.

En resumen, la evidencia presentada para este período permite concluir que:

- La crisis vivida durante este período fue, en primer lugar, causada por un *shock* externo y ajeno a las empresas, el que a su vez fue agravado por la devaluación del tipo de cambio. Antes de ello (en el primer trimestre de 1982), las empresas trataron de lidiar con la recesión, reduciendo notablemente sus niveles de deuda total.
- Después de la devaluación, las empresas actuaron de acuerdo al "modelo de empresa en bancarrota", aumentando apreciablemente sus niveles de deuda más allá de lo que la capitalización de intereses y los efectos directos de la devaluación sobre la deuda en dólares podrían explicar. Varios síntomas de un sistema financiero "permisivo" aparecen en este período. También, los altos niveles de endeudamiento no se redujeron durante este lapso.
- Después de 1982 la crisis fue de naturaleza financiera, ya que los niveles de utilidad operacional rápidamente volvieron a sus prome-

- dios históricos en ambos sectores, mientras la rentabilidad del patrimonio no cambió (permaneció baja).
- El sector más endeudado (transable) fue naturalmente el más afectado por la crisis. Después de 1982 éste reaccionó reduciendo sus niveles absolutos de deuda y también de operación, liquidando activos y disponiendo de aquellos más líquidos. Sin embargo, la carga inicial no permitió una reducción significativa en las razones deuda-patrimonio.
  - El sector no transable resultó relativamente menos afectado por la crisis, siguió invirtiendo en activos fijos (véanse fuentes y usos de fondos y también la composición de activos) y también aumentó su nivel de deuda, pero la fuente más importante de fondos fueron las utilidades retenidas.

### C. El período de post-crisis y de recuperación (1985-1990)

#### 1. Conjeturas

Este corresponde al período de recuperación de la economía chilena después del *crash* financiero de 1982-1983. Las reformas más importantes introducidas antes y durante este período fueron:

- Se dictó una nueva ley de la renta, la que redujo enormemente los incentivos al uso de deuda como fuente de financiamiento.
- El Banco Central estableció mecanismos de sustitución (*swaps*) de deuda por patrimonio.
- Se eliminó el seguro estatal a los depósitos del sistema bancario.

La confianza pública en el sistema financiero parece haberse restablecido durante este período.

A la vez, los fondos previsionales, de reciente creación (1981), se hicieron más importantes dentro del mercado. Este sistema creó una gran demanda por bonos corporativos y más tarde (desde 1986 en adelante) por patrimonio (acciones).

Todos estos avances, en promedio, deberían haber provocado una caída en los niveles de deuda agregados, especialmente en lo referente a la deuda bancaria, para todas las empresas. Esto es consistente con una industria bancaria más conservadora y con la eliminación del seguro gubernamental sobre los depósitos. Por su parte, la mayor demanda de parte

de los fondos de pensiones produjo una sustitución de deuda bancaria por bonos corporativos, ocasionando algún grado de desintermediación en la industria bancaria. Los fondos de pensión, las compañías de seguros de vida y otros inversionistas institucionales, junto con un nuevo sistema de clasificación de riesgos,<sup>52</sup> probablemente mejoraron la capacidad del sector privado para monitorear a los deudores.

## 2. Evidencia empírica

El Cuadro N° 3 muestra la composición de la deuda durante este período para los sectores transable y no transable. Está claro que tanto las razones de endeudamiento de corto plazo como las de largo plazo cayeron durante este período en ambos sectores.

Como se esperaba, la deuda bancaria muestra el mayor descenso (75%) entre 1985 y 1990-1991 para ambos sectores. De hecho, la razón deuda bancaria total sobre patrimonio (corto más largo plazo) en 1990-1991 fue (aproximadamente) 0,16 para ambos sectores, mientras que era de 0,65 en 1985. También, como se esperaba, entre 1985 y 1990-1991 la deuda total con el público aumentó en ambos sectores. De hecho, ésta es la única medida de endeudamiento que creció en este período. El mayor incremento se produjo en el sector no transable (desde 0,015 en 1985 a 0,15 en 1990-1991). En el sector transable se triplicó, desde 0,02 en 1985 a 0,06 (aproximadamente) en 1990-1991.

Esto último resulta coherente con el crecimiento observado en los recientemente creados fondos de pensiones<sup>53</sup> y también con la restablecida confianza del público. La misma conclusión se obtiene de las fuentes y usos de fondos para este período, los que muestran que la emisión de bonos se elevó drásticamente en 1987 (178% en el sector no transable) y en 1988 (300% en el sector transable).

En el Cuadro N° 3 cabe destacar dos evidencias adicionales:

- Primero, el proceso "de limpieza" y/u "ordenamiento" financiero continuó durante este período. De hecho, la deuda con empresas relacionadas en 1990-1991 llegó a ser aproximadamente 1/4 y 1/6 de los niveles correspondientes a 1985 para los sectores no transable y transable, respectivamente.

<sup>52</sup> Comisión Clasificadora de Riesgos.

<sup>53</sup> Entre 1985 y 1990 el *stock* de recursos totales administrados por los fondos de pensiones subió desde US\$ 1,55 billón a US\$ 6,72 billones.

- Segundo, para ambos sectores hubo una abrupta caída en los niveles de deuda en 1987 y 1988, lo cual, con excepción del sector no transable en 1988, correspondió aproximadamente al aumento en el patrimonio (emisiones de acciones).

Esto puede explicarse a través de los mecanismos de *swaps* de deuda por capital que se crearon en 1985. En efecto, el volumen total autorizado en operaciones de *swaps* aumentó 130% entre 1986 y 1987 y 30% entre 1987 y 1988.<sup>54</sup> La misma conclusión puede obtenerse de las fuentes y usos de fondos, donde se observa que las emisiones brutas de capital durante 1987-1988 alcanzaron un total de US\$ 550 millones para los sectores transable y de US\$ 1.159 millones para el no transable. Por otro lado, los pagos (amortizaciones) de deuda durante el mismo período de dos años fue de US\$ 887 millones y US\$ 1.468 millones para los sectores transable y no transable, respectivamente.

El estado de fuentes y usos de fondos entrega alguna información adicional de cierta utilidad. Primero, las fuentes (brutas) totales de los fondos crecieron fuertemente en 1985 (55%), 1987 (42%) y nuevamente en 1989 (76%) para el sector transable. Lo mismo sucedió en 1987 (100%) para el sector no transable. Segundo, y más importante, para el sector no transable la emisión de acciones durante todo el período fue mayor que en cualquiera de los años anteriores y correspondió aproximadamente a la disminución en los niveles de deuda. Para el sector transable las utilidades retenidas (medidas como fuentes netas de la operación menos los dividendos) mostraron un gran aumento (85%) en 1986 y permanecen a ese nivel para los años siguientes. Este resultado es consistente con el nuevo régimen tributario, el cual eliminó los incentivos al uso de deuda como fuente principal de financiamiento.<sup>55</sup>

Finalmente, nótese también que ambos sectores aumentaron sus activos netos durante cada año en este período.<sup>56</sup> Esto es consistente

<sup>54</sup> Los *swaps* de deuda por capital totales fueron de US\$ 141,0 millones en 1985, US\$ 614,0 millones en 1986, US\$ 1.403,1 millones en 1987, US\$ 1.795,2 millones en 1988 y US\$ 1.731,7 millones en 1989. Fuente: Banco Central de Chile.

<sup>55</sup> Sin embargo, cabe recordar que mencionamos anteriormente que el Código Tributario dio incentivos especiales durante 1989 para las utilidades retenidas, ya que los impuestos se pagarían a nivel de las empresas solamente si los dividendos se distribuían. Las utilidades retenidas fueron relativamente bajas en ese año. Esto no es consistente con los incentivos tributarios.

<sup>56</sup> El aumento de los activos netos se define como la suma del aumento en activos fijos, la inversión permanente en otras empresas y el aumento neto en capital

con la recuperación general de la economía y, en particular, con los nuevos niveles de rentabilidad. Recuérdese que la recuperación fue liderada por el sector transable (exportador). Para este sector ambas medidas de rentabilidad se elevaron notablemente. (Véanse Gráficos N<sup>os</sup> 14 y 19).

D. Una visión general: 1978-1991

Los Gráficos N<sup>os</sup> 20 al 25 ofrecen un panorama general de las variables que hemos analizado hasta ahora. La evolución de las razones deuda/patrimonio, de cobertura de intereses e indicadores de rentabilidad justifica claramente el porqué organizamos este artículo en la forma que se ha hecho. Los efectos de la crisis se aprecian nítidamente en la mayoría de los indicadores financieros. Esta visión general nos permite hacer notar lo siguiente:

¿Una contradicción con la teoría de estructura de financiamiento?

Es interesante comparar las estructuras de capital de los sectores transable y no transable a la luz de los siguientes antecedentes:

- Los niveles de rentabilidad de los activos operacionales fueron significativamente menores, pero también significativamente más estables, en el sector no transable (ambos a un nivel de 98% de confianza). El cuadro siguiente muestra esto:

CUADRO N° 7      RENTABILIDAD DE ACTIVOS OPERACIONALES  
(1978-1991)

	Sector transable	Sector no transable
Rentabilidad trimestral media	3,6284%	1,7331%
Desviación estándar	0,8961%	0,3863%
Correlación	0,390509	

de trabajo (entre los usos de fondos), menos las ventas de activos permanentes y los dividendos recibidos de otras empresas (bajo el encabezado de "otras" en las fuentes de fondos).

GRÁFICO N° 14. DEUDA/PATRIMONIO 1985-1990.

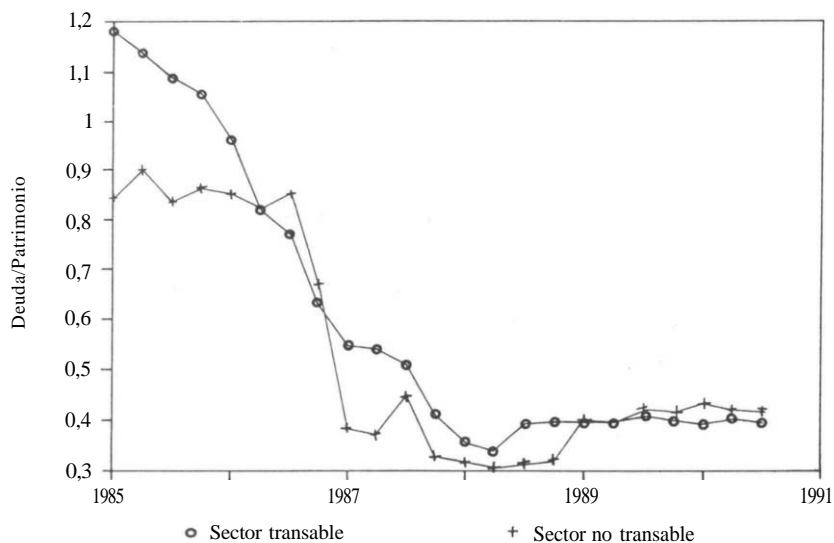


GRÁFICO N° 15. DEUDA/PATRIMONIO AJUSTADA 1985-1990

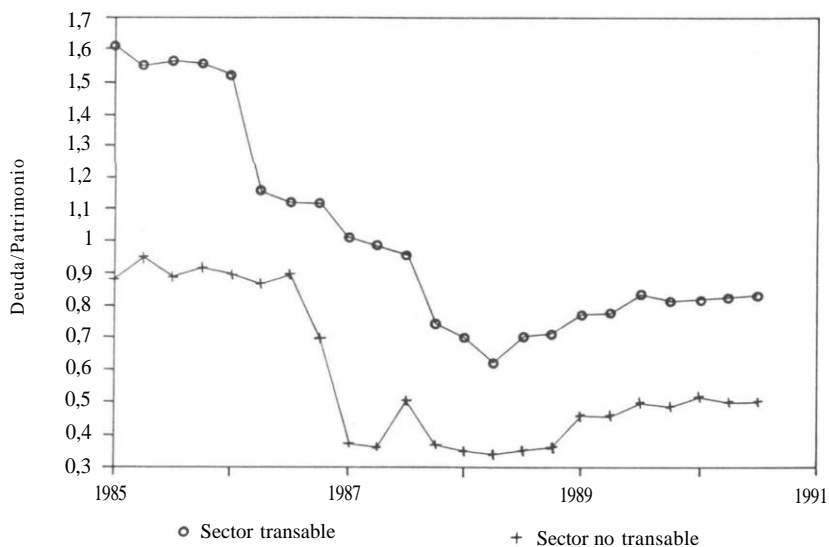


GRÁFICO N° 16. COBERTURA DE INTERESES 1985-1990

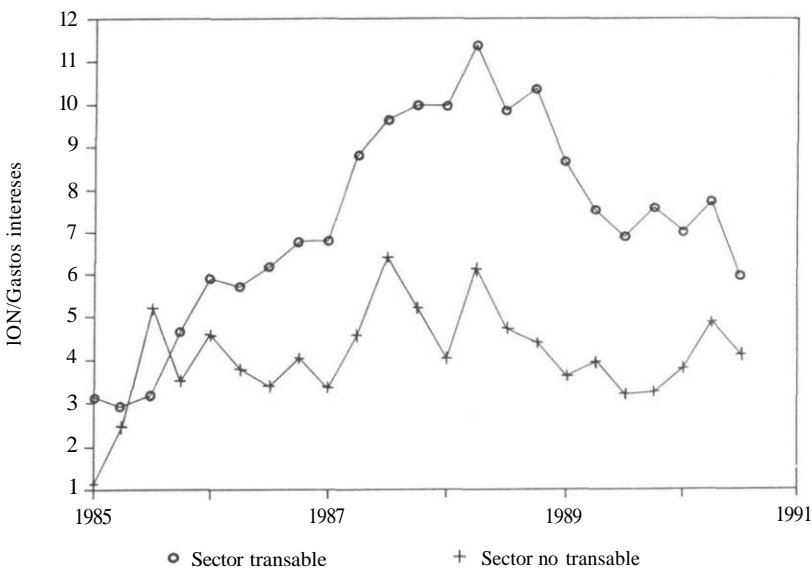


GRÁFICO N° 17. COMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS 1985-1990

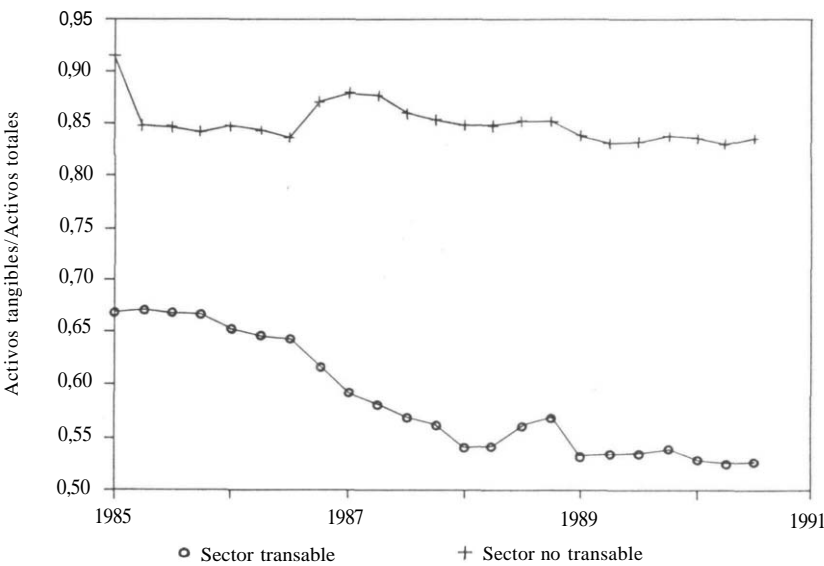


GRÁFICO N° 18. RENTABILIDAD DE LOS ACTIVOS OPERACIONALES  
BASE TRIMESTRAL (1985-1990)

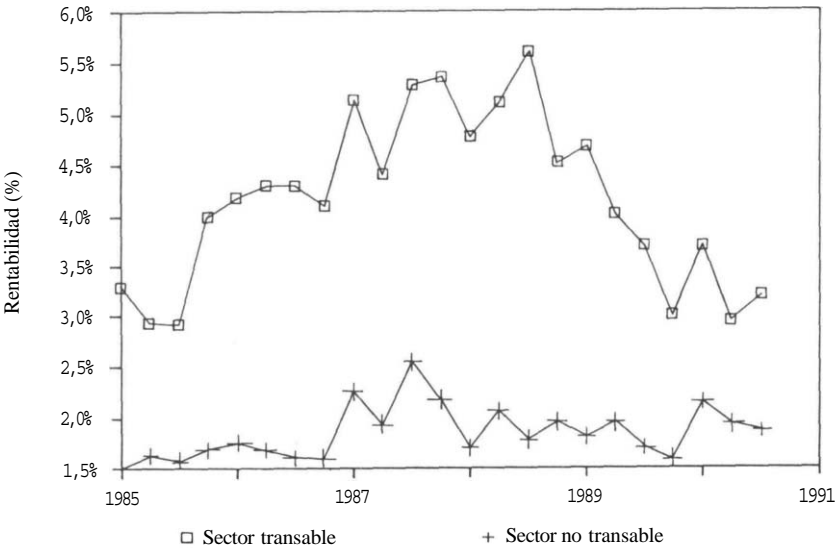


GRÁFICO N° 19. RENTABILIDAD DEL PATRIMONIO  
BASE TRIMESTRAL (1985-1990)

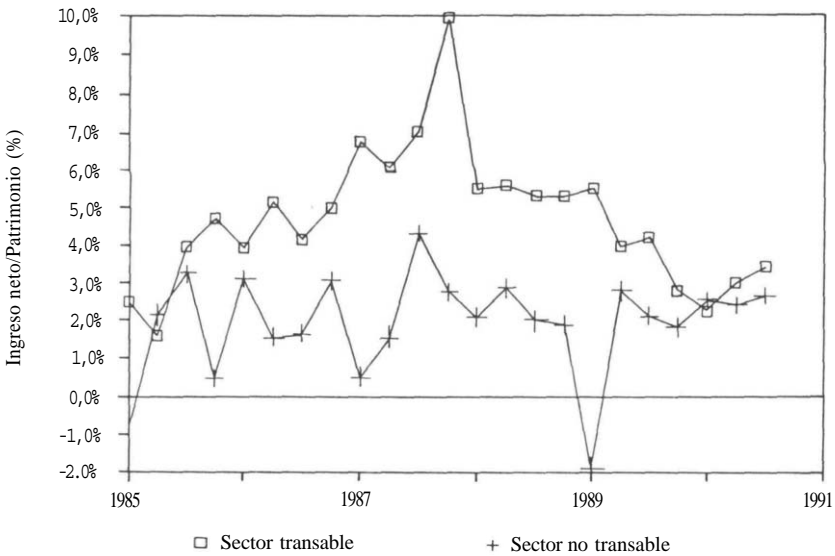


GRÁFICO N° 20. DEUDA/PATRIMONIO (1978-1991)

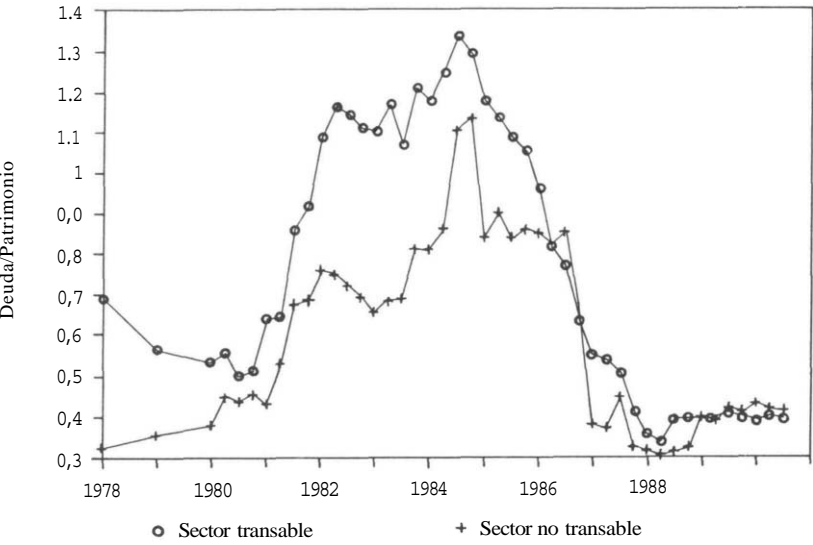


GRÁFICO N° 21. DEUDA/PATRIMONIO AJUSTADA 1978-1991

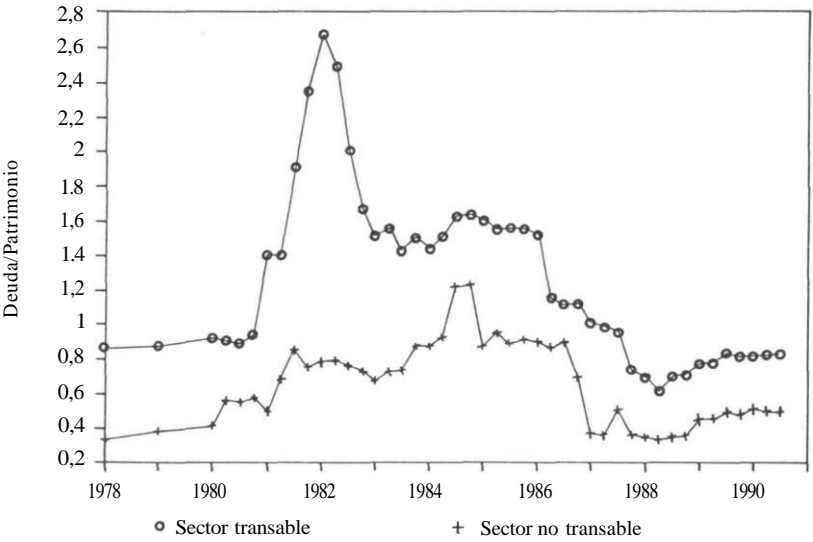


GRÁFICO N° 22. COBERTURA DE INTERESES 1978-1991

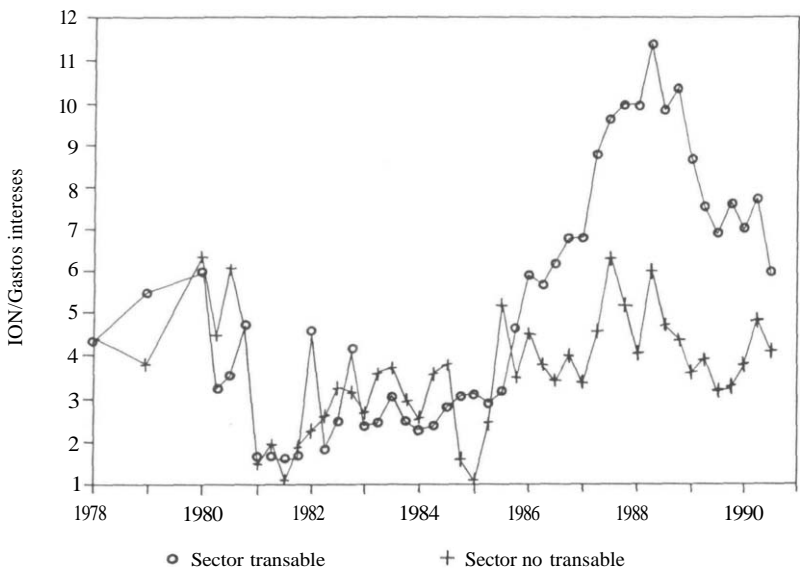


GRÁFICO N° 23. COMPOSICIÓN DE ACTIVOS 1978-1991

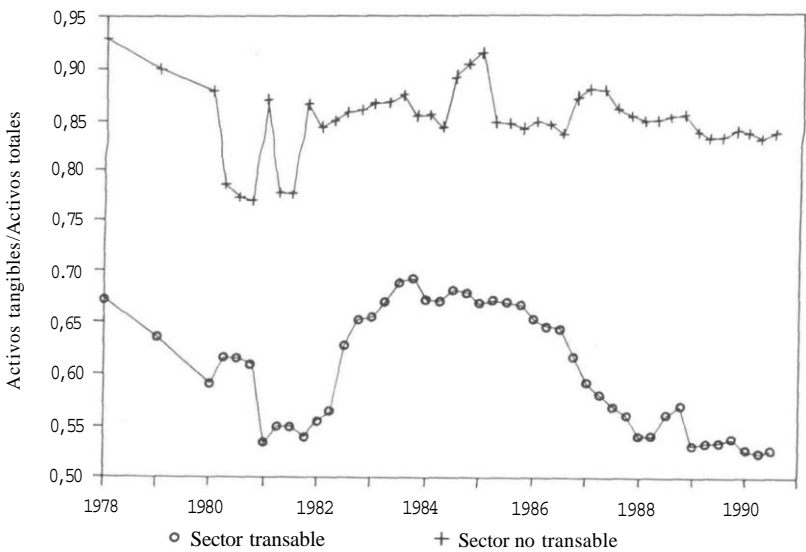


GRÁFICO N° 24. RENTABILIDAD DE LOS ACTIVOS OPERACIONALES  
BASE TRIMESTRAL (1978-1991)

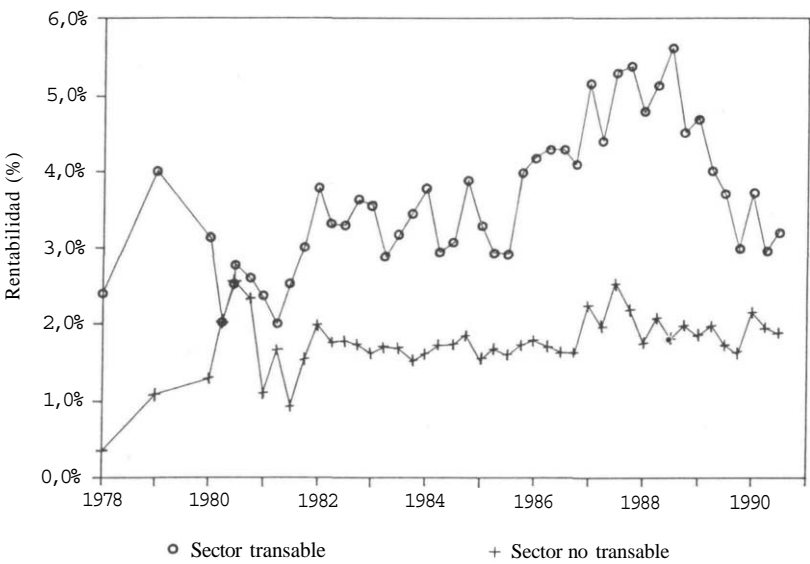
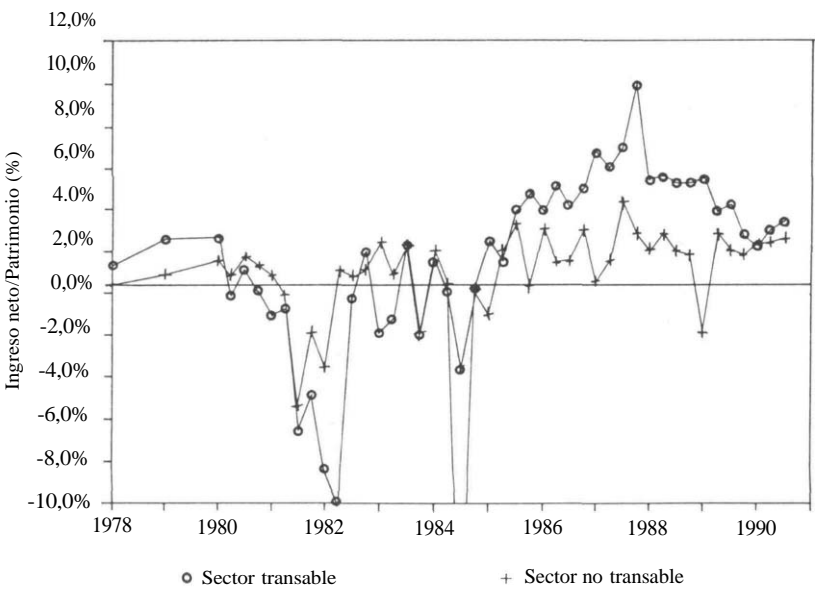


GRÁFICO N° 25. RENTABILIDAD DEL PATRIMONIO  
BASE TRIMESTRAL (1978-1991)



- Los activos "tangibles" corresponden sistemáticamente a un mayor porcentaje del total de activos, en el sector no transable.
- Los niveles de endeudamiento ajustados siempre han sido (significativamente) menores en el sector no transable. Esto es también cierto para los niveles de endeudamiento no ajustados hasta mediados de 1990.

Estos hechos pueden contradecir en conjunto la teoría de estructura de capital recibida. De hecho, se argumenta que las empresas más estables y aquellas con menores posibilidades de expropiar a los tenedores de instrumentos de deuda (compradores de bonos emitidos por la empresa) utilizan más deuda (Myers y Majluf, 1984). Desde la perspectiva de los costos de quiebra esperados, también debería ser cierto que el sector más estable y/o con mayor porcentaje de activos tangibles usara más deuda. La evidencia presentada muestra claramente que el sector no transable era más estable y que una mayor fracción de sus activos totales correspondía a activos fijos. Así, *ceteris paribus*, este sector debería usar más deuda, lo que manifiestamente se contradice con la evidencia presentada. Podríamos argüir que este sector tiene más ventajas tributarias de otra naturaleza como para no necesitar emplear deuda, pero dada la reforma tributaria de 1984, éste no es un argumento que pueda explicar el porqué los niveles de deuda fueron menores (en promedio) para este sector en el período de post-crisis. Sin embargo, ésta podría ser una situación transitoria. Es decir, dado el hecho de que el sector transable permaneciera como el más endeudado hasta que aparecieron los *swaps* de deuda por capital y dado también que hacia el final de 1990-1991 los niveles de deuda en el sector no transable sobrepasaban a los del sector transable, nos sentimos tentados a especular que lo que observamos es un cambio en los niveles relativos de deuda de ambos sectores.

¿Ha habido cambios estructurales en las decisiones sobre estructura de financiamiento en las empresas?

Comparemos ahora las decisiones de estructura de capital en la pre-crisis con aquellas en la post-crisis para ambos sectores. El amplio número de cambios institucionales que tuvieron lugar entre estos dos períodos, la mayoría de los cuales estaba orientada a reducir los niveles de deuda, nos permite prever cambios significativos. El siguiente cuadro resume las estadísticas relevantes.<sup>57</sup> Para evaluar si hay diferencias significativas en

<sup>57</sup> Se obtuvieron del Cuadro N° 3.

cada nivel usamos un test t- univariado simple (diferencias en medias). Ya que podemos esperar que las razones deuda-patrimonio están altamente correlacionadas a través del tiempo, este test puede sobrestimar las varianzas y, por tanto, estar sesgado a aceptar la hipótesis nula de que no existe un cambio significativo entre los dos períodos. A pesar de esto, el cuadro muestra que, especialmente en el sector transable, hubo reducciones significativas en las diferentes medidas de endeudamiento. En este sentido, podemos argumentar que el cambio estructural existió. Sin embargo, los niveles totales de deuda no parecen ser diferentes en el sector no transable, aunque su composición difiere.

CUADRO N° 8 COMPOSICIÓN PROMEDIO DE DEUDA/CAPITAL

	SECTOR TRANSABLE		SECTOR NO TRANSABLE	
	1978-1981	1988-1991 <sup>1</sup>	1978-1981	1988-1991 <sup>1</sup>
CORTO PLAZO	0,307	0,161*	0,108	0,093
Bancos	0,123	0,082*	0,028	0,033
Con el público	0,028	0,005	0,006	0,009
Emp. relacionadas	0,006	0,029*	0,001	0,009*
Otros	0,151	0,045*	0,073	0,041*
LARGO PLAZO	0,300	0,224*	0,267	0,299
Bancos	0,158	0,091*	0,038	0,126*
Con el público	0,011	0,044	0,000	0,111*
Emp. relacionadas	0,003	0,020*	0,001	0,002
Otros	0,128	0,070*	0,228	0,060*
TOTAL	0,607	0,386*	0,375	0,392

<sup>1</sup> Hasta mediados de 1991.

\* Diferencia significativa (test t de dos colas con 6 grados de libertad a un nivel de significancia de 5%).

Una de las diferencias notables en ambos sectores es la caída en la importancia relativa de "otros" (crédito de proveedores). Esto puede estar relacionado con el grado de desarrollo de los mercados de capitales y el número de alternativas de financiamiento.

El hecho de que el sector no transable no haya cambiado sus niveles de deuda "significativamente", a pesar de los incentivos para reducirlos, puede explicarse por un "bajo" nivel de deuda inicial. Bien puede ser este el caso, ya que en 1978-1981 muchas de las empresas en este sector

eran del Estado y no respondían, necesariamente, a los incentivos en la misma forma que el sector privado. Ya que muchas de estas empresas fueron privatizadas, la nueva estructura de propiedad podría explicar la diferencia. En cualquier caso, esta evidencia es consistente con nuestra conjetura de que los niveles de deuda de estas empresas, comparadas con las del sector transable, debían aumentar.

Hay dos hechos adicionales interesantes que vale la pena mencionar: la caída en importancia del financiamiento bancario y el aumento en los niveles de deuda con el público. Este último se explica principalmente por los nuevos agentes que participan en los mercados financieros chilenos, especialmente los fondos de pensiones y las compañías de seguros. El primero, a menudo llamado desintermediación, es probablemente una consecuencia de este último.

## V. CONCLUSIONES

En las secciones anteriores hemos analizado el comportamiento de las razones deuda-patrimonio y otros indicadores financieros para una muestra de empresas chilenas (las más grandes) durante los últimos 15 años. Analizamos los cambios en el ambiente institucional y macroeconómico durante ese período, en el marco de la teoría de estructura de capital. Las implicancias se contrastaron luego con la evidencia que se obtuvo de los estados financieros agregados de la muestra.

No todos los resultados encontrados son consistentes con la teoría, pero muchos de ellos sí lo son. Por un lado, una parte de la evidencia parece contradecir la hipótesis de Myers y Majluf (1984), que relaciona las razones deuda-patrimonio con el valor colateral de los activos, como también la hipótesis que dice relación con los costos de quiebra esperados y que relaciona los niveles de deuda con la volatilidad de las utilidades operacionales. De hecho, durante el período de pre-crisis el sector más volátil y con menor proporción de activos tangibles (sector transable) estuvo significativamente más endeudado que el sector no transable.

Por otro lado, hemos también encontrado evidencia en favor de los efectos relacionados con los impuestos y la estructura de capital, así como para el enfoque de asimetrías de información y su relación con la estructura de financiamiento, en particular para la teoría del *pecking-order*. También encontramos evidencia de cierta "sustitución de activos" (que es más probable que ocurra en un ambiente "permisivo") durante los años de pre-crisis y crisis. Esto resulta claramente de comparar el comportamiento

las empresas durante la crisis (1981-1983) y después de ésta (1985-1991), cuando ya existía un nuevo entorno institucional.

Sin embargo, es importante recordar, al interpretar nuestros resultados, que todas las hipótesis recibidas de la teoría de estructura de capital se refieren a una situación en la cual se satisfacen las siguientes condiciones: (i) sólo hay una variable exógena que cambia, es decir, la condición de *ceteris paribus*, y (ii) el equilibrio de la economía no se ve afectado por ningún otro *shock* exógeno de importancia. Queda claro de las secciones anteriores que *ninguna* de estas condiciones se dan en el caso estudiado aquí. En consecuencia, el desafío pendiente es estudiar el comportamiento de las distintas formas de deuda y tratar de identificar aquellos factores que simultáneamente las determinan, al nivel de cada empresa particular, en cada período y también a través del tiempo. Este tópico se refiere al estudio de la estructura de financiamiento de las empresas chilenas utilizando datos de panel.

Una conclusión importante de este artículo se relaciona con las causas de la recesión de 1982-1983: nada en los datos nos permite concluir que hubo (ex-ante) sobreendeudamiento en la muestra durante la pre-crisis. En efecto, a principios de la recesión las empresas trataron de evitar la quiebra reduciendo sus niveles de deuda. Sin embargo, al final el *crash* fue inevitable ya que se produjeron dos grandes *shocks* exógenos: un aumento en las tasas de interés externas y la devaluación del tipo de cambio.

Finalmente queda una pregunta sin responder: ¿están mejor preparadas las empresas chilenas para enfrentar una recesión como la vivida en 1981-1982?

Aunque es imposible dar una respuesta cierta a esta pregunta, sí se pueden obtener algunos indicios a partir de los siguientes hechos:

- Los niveles de deuda del sector no transable son similares a los observados durante el período de pre-crisis. Lo mismo sucede con la cobertura de intereses (4,46 para 1979-1981 y 4,17 para 1989-mediados de 1991). Sin embargo, la economía está menos endeudada en dólares y el tipo de cambio real no parece tener efectos significativos sobre la rentabilidad operacional en este sector. También recordemos que este sector no fue demasiado afectado por la recesión de 1982.
- Los niveles de deuda del sector transable han sido significativamente reducidos y la cobertura de intereses ha aumentado desde la crisis (de 4,14 a 7,3 en promedio para 1978-1981 y 1989-mediados de 1991, respectivamente).

- Para el sector transable, como se esperaba, el tipo de cambio real sí tiene un efecto significativo sobre la rentabilidad del sector. De hecho, de acuerdo a una regresión lineal simple entre la rentabilidad de los activos operacionales y el logaritmo del tipo de cambio real, una caída de 1% en el tipo de cambio causaría una caída de 0,1 punto porcentual (en base anual) en la rentabilidad de los activos operacionales. Desde el tercer trimestre de 1985 hasta el segundo trimestre de 1991, el tipo de cambio real ha descendido 31%, lo que es cercano a la caída experimentada entre el último trimestre de 1978 y el segundo trimestre de 1981 (40%). A pesar de esto, a mediados de 1991 la cobertura de intereses era 50% mayor que durante la pre-crisis (cerca de 6). Dados los resultados anteriores, a los niveles actuales de deuda el tipo de cambio real tendría que caer otro 40% adicional para obtener una cobertura de intereses de 4. Alternativamente, las tasas de interés deberían aumentar en 66%.

En conclusión, dados los resultados anteriores y considerando que las empresas ahora usan menos deuda en dólares, éstas parecen estar mejor preparadas para enfrentar un *shock* externo como el vivido en 1981-1982.

## APÉNDICE A

CUADRO A-1      PRINCIPALES EVENTOS Y REFORMAS MACROECONOMICAS EN CHILE:  
1973-1989

Fecha o período	Evento o reforma	Principales consecuencias
Antes de 1973	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Es elegido en 1970 el gobierno socialista de Salvador Allende.</li> <li>— Se implementan mecanismos de control de precios y la única estrategia de desarrollo aceptada es la de "sustitución de importaciones".</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Los controles gubernamentales, ya sea directa o indirectamente, son una parte sustancial de la economía.</li> <li>- El comercio exterior y la competencia casi no existe.</li> <li>- El déficit fiscal y la inflación aumentan.</li> <li>- Represión financiera (tasas de interés real negativas y racionamiento del crédito).</li> </ul>
Septiembre 1973	- El gobierno militar asume el poder.	- Aumenta la utilización de la capacidad instalada y mejora la asignación de los recursos (Corbo y De Melo, 1985).
1974-1977	- Se comienza a implementar un programa de estabilización que incluye:	
(1973-74)	- Liberalización de precios internos de bienes.	
(1974)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Reforma Tributaria.</li> <li>- Reducción del gasto gubernamental.</li> <li>- Venta de activos y empresas heredadas del gobierno anterior.</li> </ul>	- Grupos privados de empresas o "grupos económicos" comienzan a aparecer.
(1975)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Liberalización de los mercados financieros, es decir, las tasas de interés son determinadas por el mercado.</li> <li>- Aranceles y cuotas al comercio exterior comienzan a reducirse progresivamente.</li> </ul>	- Altos niveles de tasas reales de interés.
1974-1975	- La crisis del petróleo golpea la economía provocando una pérdida en los términos de intercambio, en 1975, de 9,3% del producto.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Se implementa en 1975 una gran devaluación del peso chileno.</li> <li>- El PGB cae 12,9% y el desempleo alcanza 16% en 1975.</li> </ul>
1977	- Las entradas de capital comienzan a liberalizarse progresivamente.	- La recuperación de la economía chilena comienza a ser liderada por los sectores exportador y no-transable.
1978-1979	- Para reducir la inflación interna se comienza a aplicar una regla de <i>crawling-peg</i> activa.	- El tipo de cambio real se aprecia mientras que la inflación y las tasas de interés domésticas siguen siendo mayores que en el exterior (aunque descendiendo).

Fecha o período	Evento o reforma	Principales consecuencias
	- Las barreras comerciales y las restricciones al comercio exterior continúan siendo eliminadas.	
1979-1982	<ul style="list-style-type: none"> <li>- El tipo de cambio nominal se fija a \$ 39 por dólar.</li> <li>- La cuenta de capitales es liberalizada completamente.</li> <li>- Los aranceles de importación se fijan en 10% uniforme para todos los bienes.</li> <li>- El límite para pedir prestado en el exterior para el sector bancario aumenta 10 veces.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- La deuda chilena con el resto del mundo aumenta.</li> <li>- La absorción doméstica aumenta y el sector no transable experimenta un <i>boom</i>.</li> <li>- La rentabilidad del sector transable cae debido a la apreciación del tipo de cambio real.</li> <li>- Los salarios reales aumentan debido a la indexación de los salarios nominales a la inflación pasada.</li> </ul>
1981-1982	<ul style="list-style-type: none"> <li>- El dólar se aprecia en relación a otras monedas.</li> <li>- Las tasas de interés internacionales aumentan y los flujos de capital hacia Chile disminuyen dramáticamente.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- El gasto interno cae mientras que muchos créditos quedan impagos.</li> <li>- Comienzan a producirse algunas quiebras.</li> <li>- El régimen de <i>crawling-peg</i> se restablece simultáneamente con una gran devaluación del peso.</li> <li>- Ocho instituciones financieras son rescatadas de la quiebra por el Banco Central.</li> </ul>
1983	El gobierno interviene los dos bancos privados más importantes debido a la crisis financiera.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Crisis interna de confianza.</li> <li>- El gobierno entrega seguros explícitos a los depósitos en el sistema bancario.</li> <li>- La producción cae 14% en 1982.</li> </ul>
1983-1984	- La tasa de interés de corto plazo es controlada indirectamente por el Banco Central.	- Se restablece la confianza pública en el sistema financiero.
1985	<ul style="list-style-type: none"> <li>- La tasa de interés se libera nuevamente.</li> <li>- Los <i>swaps</i> de deuda por capital son autorizados por el gobierno.</li> </ul>	- La recuperación económica comienza.
1986	- Los seguros del gobierno a los depósitos de largo y mediano plazo en el sistema bancario se suspenden.	
1987	- Las empresas y los bancos que habían sido intervenidos durante la recesión de 1982-83 se privatizan.	

CUADRO A-2      PRINCIPALES REFORMAS INSTITUCIONALES EN CHILE:  
1973-1989

Fecha o período	Evento o reforma	Conjeturas y consecuencias
Antes de 1974	<ul style="list-style-type: none"><li>-Represión financiera.</li><li>- El mercado financiero formal operaba solamente en el corto plazo.</li><li>- Techos a las tasas de interés.</li><li>- Alta inflación.</li><li>- Créditos son asignados políticamente.</li><li>- Las empresas son intervenidas por el gobierno.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Tasas de interés real negativas.</li><li>- Racionamiento del crédito.</li><li>- El endeudamiento debería haber aumentado como forma de proteger a los accionistas contra pérdidas en caso de una intervención o expropiación por parte del gobierno.</li></ul>
1974	<p>Reforma Tributaria</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- Los estados financieros incorporan corrección monetaria.</li><li>- La tasa del impuesto de primera categoría cae de 35% a 10%.</li><li>- Los dividendos son gravados en 40% al nivel de la empresa y sobre base devengada (pero este 40% de impuesto se convierte en un crédito tributario para los accionistas).</li><li>- El crédito tributario se pierde si el accionista no lo usa totalmente.</li><li>- Las ganancias de capital empiezan a estar libres de impuestos.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- La ventaja tributaria de la deuda es menor que antes.</li><li>- Las utilidades retenidas deberían caer debido a que es más conveniente distribuir dividendos que dejarlos en la empresa.</li><li>- Los accionistas con una tasa personal de impuestos baja debieron vender sus acciones a los que están en un tramo alto de tasa impositiva.</li></ul>
1974-1980	<ul style="list-style-type: none"><li>- Las empresas y bancos de propiedad del Estado se venden al sector privado.</li><li>- Los mercados financieros son liberados y se establece un sistema regulador bastante débil.</li><li>- Ya sea implícita o explícitamente los depósitos bancarios están asegurados por el gobierno.</li><li>- Los flujos de capital son liberados y a los bancos se les permite aumentar su nivel de deuda externa en 10 veces.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Surgen los conglomerados privados o "grupos económicos".</li><li>- Las empresas y bancos, especialmente los que pertenecen a un "grupo", tienen "esquemas ambiciosos de expansión" e intervienen en portfolios altamente riesgosos.</li><li>— Se produce un efecto sustitución de activos.</li><li>— El endeudamiento de las empresas y los bancos aumenta fuertemente.</li></ul>

Fecha o período	Evento o reforma	Conjeturas y consecuencias
1981-1983	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Las condiciones externas se deterioran.</li> <li>- El gobierno fortalece el sistema regulador a través de:               <ul style="list-style-type: none"> <li>i) La Superintendencia de Valores y Seguros dictamina que todas las transacciones con empresas relacionadas tienen que ser informadas.</li> <li>ii) Se emite una nueva ley de bancos que obliga a la diversificación del portfolio de los mismos.</li> <li>iii) Se emite una nueva ley de valores que limita las operaciones financieras de las empresas.</li> <li>iv) Se emite una nueva ley de quiebras, la que fuerza a la privatización de los costos de la quiebra.</li> <li>v) Se crea una Comisión Clasificadora de Riesgos.</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- El <i>crash</i> financiero no puede evitarse.</li> <li>- Dificultades financieras.</li> </ul>
1984	Reforma Tributaria <ul style="list-style-type: none"> <li>- Se elimina el 40% de impuestos sobre los dividendos.</li> <li>- La doble tributación de los dividendos se reduce significativamente (comparado con los pagos de intereses).</li> <li>- Los dividendos son tributables a nivel personal sólo cuando se distribuyen.</li> <li>- La compra de nuevas acciones puede usarse como crédito tributario (20%) para el comprador.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— La ventaja tributaria de la deuda comienza a ser pequeña.</li> <li>— Las utilidades retenidas aumentan.</li> </ul>
1985	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Los <i>swaps</i> de deuda por capital se autorizan.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Los inversionistas extranjeros intercambian bonos chilenos por acciones.</li> </ul>
1986	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Se emite una nueva ley de bancos y se elimina explícitamente el seguro sobre los depósitos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- El efecto "sustitución de activos" debe disminuir y los bancos volverse más conservadores.</li> </ul>
1987	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Se venden los bancos intervenidos por el gobierno durante la crisis de 1982-83</li> </ul>	
1988	<ul style="list-style-type: none"> <li>- El 50% de los dividendos quedan libres de impuestos.</li> </ul>	
1989	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Los impuestos corporativos pueden evitarse (posponerse) dejando las utilidades retenidas en la empresa.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Aumento de las utilidades retenidas.</li> </ul>

## APÉNDICE B

## LOS DATOS

CUADRO B-1. A. CARACTERÍSTICAS DE LAS EMPRESAS EN LA MUESTRA

Año	Nº total de empresas	Empresas que permanecen	Sector transable	Activos promedio (millones US\$)	Deuda/VLP
1978	694	128	93	61,6	0,49
1979	688	130	94	85,1	0,47
1980	672	128	94	77,4	0,47
1981	256	120	87	83,4	0,54
1982	130	130	90	95,1	0,91
1983	133	133	88	103,6	0,87
1984	126	126	86	120,0	0,98
1985	129	129	85	130,6	0,98
1986	133	133	91	127,7	0,89
1987	122	122	83	139,0	0,45
1988	120	120	83	144,7	0,33
1989	115	115	80	162,4	0,39
1990	110	110	75	180,2	0,40

B. CARACTERÍSTICAS DE LAS EMPRESAS QUE DEJAN LA MUESTRA EN 1982

Año	Nº de empresas	Sector transable	Activos promedio (millones de US\$)	Deuda/VLP
1978	552	NA	7,3	1,20
1979	558	NA	10,7	1,05
1980	555	NA	14,8	0,99
1981	130	NA	25,2	0,85

## Referencias bibliográficas

- Arellano, José Pablo (1983). "De la liberalización a la intervención: El mercado de capitales en Chile 1974-1983". *Colección de Estudios CIEPLAN*, 11 (diciembre).
- Barandiarán, Edgardo (1983). "Nuestra crisis financiera". *Estudios Públicos*, 12 (primavera). Pp. 89-107.
- Corbo, Vittorio (1985). "Reforms and Macroeconomic Adjustments in Chile during 1974-84". *World Development*, Vol. 13, N° 8. Pp. 893-916.
- y J. De Melo (1985). "Overview and Summary". *World Development*, Vol. 13 N° 8. Pp. 863-866.
- Cotrim, J. (1985). "Inflation Accounting, South American Style". *World Accounting Report*, (abril). Pp. 7-10.

- Dahse, F. (1979). *El mapa de la extrema riqueza*. Santiago: Editorial Aconcagua.
- Gálvez, J. y J. Tybout (1985). "Microeconomic Adjustments in Chile during 1977-81: The Importance of Being a Grupo". *World Development*, Vol. 13, Nº 8. Pp. 969-994.
- Jensen, M. y W. Meckling (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics* 3 (octubre). Pp. 305-60.
- Larraín, M. (1989). "How the 1981-1983 Chilean Banking Crisis Was Handled". *WPS 300*. Banco Mundial.
- Lüders, Rolf (1988). "Latin American Contrasts: Capital Markets and Development in Chile and Argentina". *Mimeo*, Universidad Católica de Chile.
- Myers, S. (1984). "The Capital Structure Puzzle". *The Journal of Finance*, 39 (julio). Pp. 575-92.
- y N. Majluf (1984). "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have". *Journal of Financial Economics*, 13 (junio). Pp. 187-221.
- Price-Waterhouse, eds. (1984). *Doing Business in Chile. Information Guide*. Price Waterhouse.
- Stiglitz, J. E. (1969). "A Reexamination of the Modigliani and Miller Theorem". *American Economic Review*, 59. Pp. 84-92.
- Valdés, S. (1988). "Ajuste estructural en el mercado de capitales: La evidencia chilena". *Mimeo*, Universidad Católica de Chile. □