

UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ESCUELA DE CIENCIAS Y TECNOLOGÍA
DEPARTAMENTO DE GESTIÓN EMPRESARIAL



**Acerca del efecto de la propiedad extranjera y la
adopción obligatoria de IFRS sobre la Madurez de
la deuda: Evidencia en empresas chilenas**

Tesis para optar al Título Profesional de Ingeniero Comercial y
al Grado Académico de Licenciado en Ciencias de la Administración de Empresas

Luciano Denis Ormeño

Profesor Guía

Jorge A. Muñoz Mendoza, M.Sc.
Departamento de Gestión Empresarial

Los Ángeles, diciembre 2017

DEDICATORIA

“A mis padres por sus consejos y largas conversaciones en donde me transmitía sus experiencias de vida enseñándome que el esfuerzo, trabajo y disciplina son la clave del éxito”



AGRADECIMIENTOS

A mis padres *Oscar* e *Hilda*, por darme la vida, quererme mucho, creer en mí y porque siempre me apoyaron a pesar de mis tantas caídas que tuve a lo largo de este recorrido, sé que no es fácil tener un hijo como yo. Mamá y Papa gracias por darme una carrera para mi futuro, todo esto se los debo a ustedes.

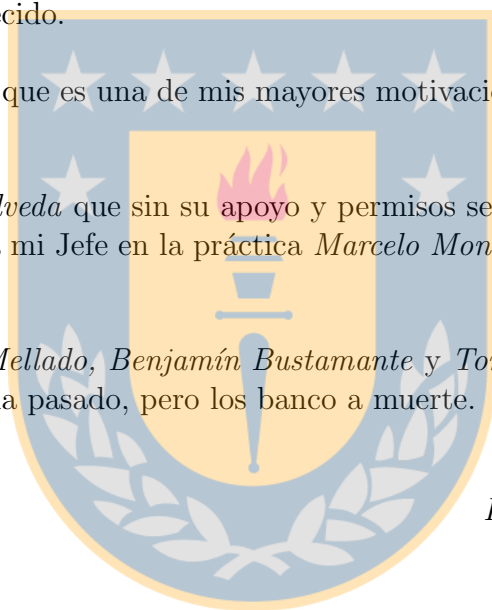
A mi profesor guía *Jorge Muñoz* por darme la posibilidad de trabajar con usted y por todo el apoyo, cariño y cercanía que me brindó en el desarrollo de este largo trabajo, siempre estaré muy agradecido.

A mi hermana *Javiera* que es una de mis mayores motivaciones en la vida y la felicidad en mi familia.

A mi Jefe *Miguel Sepúlveda* que sin su apoyo y permisos se me hubiese complicado todo. También agradecer a mi Jefe en la práctica *Marcelo Moncada* por su buena onda y sabiduría.

A mis amigos *Carlos Mellado*, *Benjamín Bustamante* y *Tomas Grossmann* que sin duda son lo peor que me ha pasado, pero los banco a muerte.

Luciano Denis Ormeño



Índice general

Índice general	3
Índice de cuadros	4
1. Introducción	7
1.1. Presentación del problema	7
1.2. Objetivos de la investigación	9
1.2.1. Objetivo general	9
1.2.2. Objetivos específicos	9
1.3. Metodología	9
1.4. Datos	10
2. Revisión de Literatura	11
2.1. Efecto de la propiedad extranjera sobre la madurez de la deuda	11
2.2. Efecto de la adopción de IFRS sobre la madurez de la deuda	13
3. Datos y metodologías	16
3.1. Muestra de datos	16
3.2. Método econométrico	18
4. Resultados empíricos	20
4.1. Análisis descriptivo	20
4.2. Efecto de la propiedad extranjera y adopción de las normas IFRS	21
5. Conclusiones	27
Bibliografía	29

Índice de cuadros

1.1. Propiedad extranjera e inversión extranjera directa en Chile.	8
3.1. Variables de la investigación.	17
4.1. Estadística descriptiva de las empresas.	20
4.2. Test de Wilcoxon a través de la adopción obligatoria de IFRS.	22
4.3. Modelo de respuesta fraccional para madurez de la deuda en firmas chilenas.	23
4.4. Modelo de respuesta fraccional para madurez de la deuda en firmas chilenas.	25



Acerca del efecto de la propiedad extranjera y la adopción obligatoria de IFRS sobre la Madurez de la deuda: Evidencia en empresas chilenas

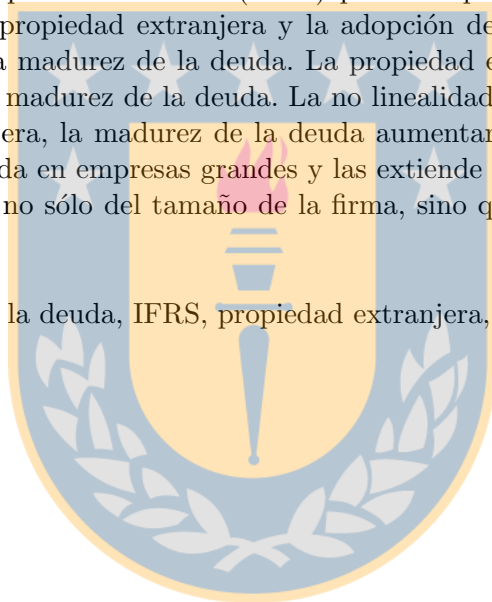
Luciano Denis Ormeño

Resumen

En esta investigación analizamos el efecto de la propiedad extranjera y la adopción obligatoria de las normas IFRS sobre la madurez de la deuda de las empresas chilenas. A partir de una muestra de 20586 empresas extraídas de la Encuesta Longitudinal de Empresas (ELE), utilizamos un modelo de respuesta fraccional (FRM) para cumplir este objetivo. Nuestros resultados muestran que la propiedad extranjera y la adopción de las normas IFRS tienen efectos significativos sobre la madurez de la deuda. La propiedad extranjera tiene un efecto negativo y no lineal sobre la madurez de la deuda. La no linealidad refleja que para elevados niveles de propiedad extranjera, la madurez de la deuda aumentaría. La adopción de IFRS reduce la madurez de la deuda en empresas grandes y las extiende en las Pymes. Los efectos de estas variables dependen no sólo del tamaño de la firma, sino que también de su calidad crediticia.

Palabras claves: Madurez de la deuda, IFRS, propiedad extranjera, calidad crediticia.

Código JEL: G30, G23, G34



About the effect of foreign ownership and the IFRS mandatory adoption on debt maturity: Evidence from Chilean firms

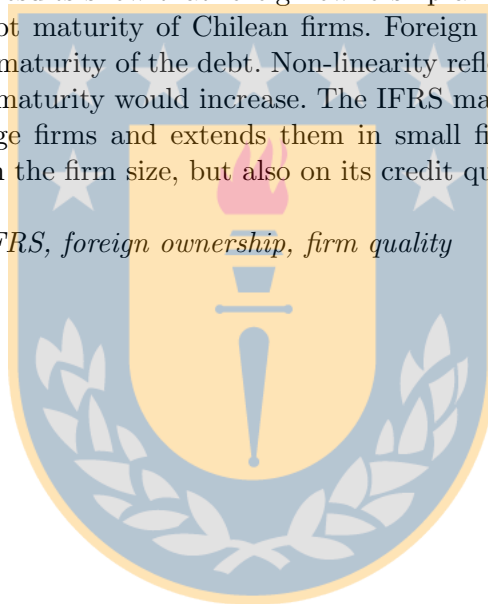
Luciano Denis Ormeño

Abstract

In this research we analyze the effect of foreign ownership and the mandatory IFRS adoption on the debt maturity of Chilean companies. Based on a sample of 20586 companies drawn from the Longitudinal Business Survey (LBS), we used a fractional response model (FRM) to meet this objective. Our results show that foreign ownership and the IFRS adoption have significant effects on the debt maturity of Chilean firms. Foreign ownership has a negative and non-linear effect on the maturity of the debt. Non-linearity reflects that for high levels of foreign ownership, the debt maturity would increase. The IFRS mandatory adoption reduces the maturity of debt in large firms and extends them in small firms. The effects of these variables depend not only on the firm size, but also on its credit quality.

Keywords: Debt maturity, IFRS, foreign ownership, firm quality

JEL codes: G30, G23, G34



Capítulo 1

Introducción

1.1. Presentación del problema

La madurez de la deuda ha sido una temática ampliamente estudiada en finanzas corporativas. Gran parte de la literatura especializada ha situado que características de las firmas como su tamaño, calidad crediticia, tangibilidad de sus activos, nivel de endeudamiento, estructura de propiedad y costos de agencia son factores que determinan la madurez de la deuda corporativa.

En lo más reciente, un factor que ha concitado el interés de los investigadores es la presencia de inversores extranjeros en la estructura de propiedad de las empresas. Tal hecho eventualmente puede tener efectos importantes sobre la decisión de madurez de la deuda, aunque la escasa evidencia internacional no ha logrado determinar en forma consensuada esta relación. Una parte de ella ha destacado que una mayor participación de inversionistas extranjeros en la propiedad corporativa conllevaría a un mayor vencimiento de la deuda (Li et al., 2006; Ezeoha et al., 2008; Tanaka, 2015). Estas investigaciones sostienen que la propiedad extranjera ejerce un rol de supervisión complementario con la deuda de largo plazo. Este monitoreo traería amplias ventajas y mejoras a la gestión corporativa. Otras investigaciones ofrecen una visión contraria, argumentando que la relación negativa entre la propiedad extranjera y la madurez de la deuda refleja la convergencia de los intereses entre los administradores y los accionistas externos. Esta convergencia hace que la propiedad extranjera tenga un rol de monitoreo sustituto con la deuda de largo plazo (Choi y Choi, 2013). Si bien en Chile existen varios trabajos que analizan los determinantes de la madurez de la deuda corporativa, ninguno ha investigado el potencial efecto de la propiedad extranjera.

El creciente proceso de apertura comercial de Chile y la confianza de los inversores en la institucionalidad del país han llevado a un aumento de la propiedad extranjera en las empresas. De acuerdo a datos del Banco Mundial, en el período comprendido entre 2007 y 2015, la inversión extranjera directa aumentó de 7.81 % a 8.44 %. En línea con esta información, la presencia de inversores extranjeros en la estructura de propiedad de empresas chilenas también aumentó. En empresas grandes esta cifra se incrementó de 18.40 % a 19.15 %, mientras que en empresas pequeñas esta alza fue mucho más pronunciada, elevando la cifra de propiedad extranjera desde un 2.35 % a 8.12 % (ver

cuadro 1.1). Este contexto ofrece condiciones propicias para desarrollar investigaciones que cubran esta brecha en la literatura empírica chilena y de países emergentes de similares características estructurales, contribuyendo al desarrollo de sus mercados.

Cuadro 1.1: Propiedad extranjera e inversión extranjera directa en Chile.

Ítem	2007	2009	2013	2015
Empresas grandes (%)	18.40	11.54	15.45	19.15
Empresas pequeñas (%)	2.35	2.47	7.52	8.12
Inversión extranjera directa (% of GDP)	7.81	8.10	7.57	8.44

Fuente: Banco Mundial y Ministerio de Economía de Chile.

El cambio en la composición de la estructura de propiedad también ha coincidido con la adopción obligatoria de las normas internacionales de información financiera (en adelante IFRS) por parte de las empresas chilenas. El objetivo de este proceso de convergencia de los reportes financieros a los estándares de IFRS es permitir a los inversores nacionales y extranjeros la homologación de la interpretación contable y la comparabilidad internacional de los estados financieros (Bae et al., 2008; Bhat et al., 2016). Si bien existe una amplia literatura que sostiene las significativas ventajas de la adopción de las IFRS para reducir la asimetría de información que afecta a los inversores, sus efectos sobre la madurez de la deuda aún han sido poco discutidos. En este punto, la literatura no ha llegado a una conclusión clara, y sus resultados aún se debaten entre el efecto positivo que genera la menor asimetría de información sobre la deuda de largo plazo (Sengupta, 1998; Florou y Kosi, 2008; Kim et al., 2011; Lima et al., 2016) y el efecto negativo con el que las IFRS mitigan los conflictos de agencia mediante la deuda de corto plazo (Zhang, 2008; Kosi y Florou, 2009; Chen y Zhu, 2013). En Chile esta materia no ha sido tratada. Más aún, la adopción diferenciada entre empresas grandes (desde 2009) y pequeñas y medianas empresas (desde 2013) puede imponer un efecto también diferenciado de las IFRS sobre la madurez de la deuda de estas firmas. Dado que las pequeñas y medianas empresas (en adelante Pymes) no están obligadas a reportar información financiera, el grado de asimetría de información que las caracteriza es mayor en relación a las grandes empresas.

El objetivo general de nuestra investigación es determinar el efecto de la propiedad extranjera y la adopción obligatoria de IFRS sobre la madurez de la deuda en empresas chilenas. Nuestro trabajo contribuye a la literatura empírica nacional y de mercados emergentes en tres aspectos. Primero, se evalúa el efecto de la propiedad extranjera sobre la madurez de la deuda. Segundo, se analiza el impacto de la adopción obligatoria de IFRS tanto en empresas grandes como Pymes. Ello considerando que el período de adopción difiere de acuerdo al tamaño. Tercero, evaluamos el efecto iterativo de la propiedad extranjera y la implementación de IFRS de acuerdo al tamaño y calidad crediticia de las firmas. En este punto se pretende observar si estas variables tienen efectos condicionales e iterativos sobre la madurez de la deuda.

Para lograr este objetivo usamos un set de datos agrupados compuesto de 20.586 empresas. Esta información fue obtenida de la Encuesta Longitudinal de Empresas (en

adelante ELE) para los períodos 2007, 2009, 2013 y 2015. Nuestros resultados demuestran que la propiedad extranjera reduce la madurez de la deuda, lo que es coherente con la idea de que los inversores usan la madurez de la deuda para controlar los costos de agencia. Por su parte, la adopción de IFRS difiere de acuerdo al tamaño de las empresas. En firmas grandes, la adopción de esta normativa reduce la madurez de la deuda, mientras que en las Pymes la incrementa significativamente. Este efecto se relaciona con los cambios en el contenido de asimetría de información desde que se adoptan las IFRS. En todo caso, cuando la adopción ocurre en firmas de elevada calidad crediticia la madurez de la deuda aumenta. Este artículo se estructura de la siguiente forma.

Tras esta introducción, el capítulo 2 revisa la literatura relacionada a los efectos de la propiedad extranjera y la adopción de IFRS sobre la madurez de la deuda. Este capítulo también señala las hipótesis de trabajo. El capítulo 3 presenta los datos y metodologías de análisis empleadas en esta investigación. El capítulo 4 muestra los resultados obtenidos. Finalmente, el capítulo 5 agrupa las conclusiones de este artículo.

1.2. Objetivos de la investigación

1.2.1. Objetivo general

El objetivo general de nuestra investigación es determinar el efecto de la propiedad extranjera y la adopción obligatoria de IFRS sobre la madurez de la deuda en empresas chilenas.

1.2.2. Objetivos específicos

En relación al objetivo general planteado se formulan los siguientes objetivos específicos:

- Determinar el efecto de la propiedad extranjera sobre la madurez de la deuda en empresas chilenas
- Determinar el efecto de la adopción obligatoria de las IFRS sobre la madurez de la deuda en empresas chilenas
- Determinar el efecto de la adopción obligatoria de las IFRS en la evaluación de los propietarios extranjeros acerca de los patrones empresariales asociados a la madurez de la deuda.

1.3. Metodología

Esta investigación organiza los datos en una estructura de datos agrupados. Bajo esta organización de los datos se emplearán las siguientes técnicas de análisis:

- Análisis estadístico

- Análisis de correlaciones y pruebas de diferencias de medias de Wilcoxon.
- Modelo regresión de datos agrupados mediante enfoque de respuesta fraccional.

1.4. Datos

Para cumplir con este objetivo se utiliza una muestra de 20586 empresas extraídas de la Encuesta Longitudinal de Empresas (ELE) para los períodos 2007, 2009, 2013 y 2015.



Capítulo 2

Revisión de Literatura

2.1. Efecto de la propiedad extranjera sobre la madurez de la deuda

La estructura de propiedad es un determinante fundamental de la decisión de madurez de la deuda corporativa y sus efectos difícilmente se pueden separar del problema de agencia. El grado de concentración de la propiedad, ya sea por la presencia de un accionista controlador o por la participación del gerente en la propiedad empresarial, puede tener efectos positivos o negativos sobre la madurez de la deuda. Algunos estudios sostienen que la concentración de la propiedad tiene un efecto negativo sobre la madurez de la deuda. Este hecho se explicaría porque el efecto de control de la concentración de la propiedad sobre la dirección de la empresa puede ser suplido a través de la emisión de deuda de corto plazo. Esta decisión inhibiría el uso de la política de inversión para expropiar riqueza de los diversos stakeholders (Ozkan, 2000; Guney y Ozkan, 2005; Jiraporn y Tong, 2008). Otros estudios han sostenido lo contrario, argumentando que un aumento de la propiedad del gerente o del accionista controlador llevaría a la empresa a emitir deuda de largo como una forma de atrincherar la gestión corporativa (Shleifer y Vishny, 1986; Berger et al., 1997; Gompers et al., 2003; Datta et al., 2005; Arslan y Karan, 2006; Benmelech, 2006; Harford et al., 2008; Tanaka, 2015). Pese a lo contradictoria de estas visiones y resultados, la estructura de propiedad sigue siendo relevante sobre la decisión de madurez de la deuda.

En lo más reciente, un factor que ha despertado el interés de los investigadores es el efecto de la propiedad extranjera, la que ha cobrado relevancia en los últimos años gracias a los procesos de globalización (Schmukler y Vesperoni, 2006). Empíricamente, algunos trabajos han destacado que los inversores extranjeros que participan en la propiedad corporativa pueden asumir el rol de un inversionista institucional relevante capaz de incidir en las políticas corporativas (Shleifer y Vishny, 1986; Gillan y Starks, 2003; Cronqvist y Fahlenbrach, 2009). De hecho, varios trabajos demuestran que la propiedad extranjera puede tener un importante efecto sobre diversos ámbitos empresariales como lo es el desempeño corporativo, política de dividendos y el valor de las firmas (Dahlquist y Robertsson, 2001; Chevalier et al., 2006; Baba, 2009; Kimura y Kiyota, 2007; Jeon et al., 2011; Cao et al., 2017).

Schmukler y Vesperoni (2006) señalan que el acceso de las empresas a los mercados de capitales internacionales y la liberalización financiera de los países pueden tener efectos relevantes sobre la decisión del plazo de la deuda. Sin embargo, la evidencia internacional que ha analizado el efecto de la propiedad extranjera sobre la madurez de la deuda aún es escasa y no ha mostrado consenso en torno a esta relación. Algunos estudios sostienen que la propiedad extranjera tiene un efecto positivo sobre la madurez de la deuda, hecho que se conoce como la hipótesis de monitoreo de la propiedad extranjera. Tanaka (2015) en un estudio realizado a empresas japonesas entre 2005 y 2009 corrobora esta relación. El autor argumenta que la propiedad extranjera es un medio de control que disciplina la gestión corporativa, permitiéndole acceder a deuda de mayor plazo y menor costo. En este caso, la propiedad extranjera complementa en forma prolongada su función de supervisión con la emisión de deuda de largo plazo. Si bien Jones (2006) advierte que puedan existir conflictos entre los propietarios extranjeros y los nacionales, Li et al. (2006) sostienen que el efecto de supervisión descrito tiene mayores ventajas como la atracción de nuevos capitales, mejoras tecnológicas y de gestión corporativa. Esta visión es compartida por Ezeoha et al. (2008). Otros estudios señalan que la propiedad extranjera tendría un impacto negativo sobre el vencimiento de la deuda, que sostiene la llamada hipótesis de modificación del riesgo. Apoyándose en la teoría de agencia, estas investigaciones han señalado que la administración de la empresa puede expropiar riqueza de los bonistas a través de la sustitución de activos. Nguyen (2012) indica que para mitigar esta práctica los bonistas acortan el plazo de la deuda y los inversores extranjeros presionan a la gerencia de la firma para que actúe acorde a la maximización del valor de la empresa. Empíricamente, Choi y Choi (2013) desarrollaron un estudio para empresas coreanas que corrobora esta relación negativa entre la propiedad extranjera y la madurez de la deuda. Los autores añaden que la propiedad extranjera promueve la convergencia entre los intereses de los administradores y los accionistas externos, sustituyendo su rol de supervisión con la deuda de largo plazo.

Como se aprecia en la escasa literatura, los resultados son contradictorios. Sin embargo, siguiendo los planteamientos de Datta et al. (2005), la estructura de propiedad puede tener un efecto no lineal sobre la madurez de la deuda. En nuestro caso, el porcentaje de propiedad extranjera existente podría determinar un efecto específico sobre la madurez de la deuda. Ezeoha et al. (2008) y Tanaka (2015), quienes demuestran que la propiedad extranjera incide positivamente sobre la madurez de la deuda, indican que el porcentaje de propiedad extranjera en firmas nigerianas y japonesas es 27.80 % y 22.30 %, respectivamente. Por su parte, Choi y Choi (2013) quienes sostienen una visión contraria, señalan que la participación extranjera en las firmas coreanas es 9.07 %. En Chile, de acuerdo a los datos de la ELE, la propiedad extranjera en las empresas es 6.87 %. Estos hechos nos llevan a plantear las siguientes hipótesis:

H1: *La propiedad extranjera tiene un efecto negativo sobre la madurez de la deuda.*

H2: *El efecto de la propiedad extranjera sobre la madurez de la deuda es no lineal.*

2.2. Efecto de la adopción de IFRS sobre la madurez de la deuda

La adopción de IFRS puede tener efectos relevantes sobre los mercados de capitales y sus participantes. La reducción del grado de asimetría de información y la mejora del nivel de transparencia de las empresas son hechos que habitualmente se atribuyen a la adopción de las IFRS (Li, 2010; Daske et al., 2008, 2013). Por esta razón, esta norma ha tenido más importancia para los inversores externos que para las mismas empresas, pues incidiría sobre sus decisiones y la de los diversos actores del sistema financiero (Bhat et al., 2016). Esta relevancia de las IFRS habitualmente se cuantifica a partir de la diferencia que la separa de los criterios contables locales en cuanto a la medición de beneficios y las políticas de transparencia en la divulgación de la información financiera (Chapllinsky y Ramchand, 2004; Ding et al., 2007; Bae et al., 2008). Es así que, los efectos de la implementación de IFRS serían sistémicamente más relevantes para los inversores mientras mayor sea esta diferencia (Sengupta, 1998; Leuz y Verrecchia, 2000; Chen et al., 2015; Florou y Kosi, 2015).

Barth et al. (2008) y Hail (2010) señalan que la adopción obligatoria de IFRS provee información financiera más detallada e internacionalmente comparable. Esta cualidad de la normativa constituiría un factor clave en la evaluación del riesgo de los inversores (Dye, 1990; Verrecchia, 2001; Easley y O'Hara, 2004; Frost, 2007; Lambert et al., 2007; Ball et al., 2008; De Franco et al., 2009; De Fond et al., 2011). Leuz y Verrecchia (2000) y Chapllinsky y Ramchand (2004) añaden que estos elementos tienen efectos importantes sobre los términos de los contratos de deuda, tales como el costo y madurez, y que son usados para mitigar los costos de agencia entre la firma y los bonistas. En cuanto al efecto de las IFRS sobre la madurez de la deuda, la evidencia internacional es escasa y tampoco ha mostrado resultados robustos. Las complejidades impuestas por las diferencias institucionales de los países analizados y la forma en la que éstos adoptaron las IFRS explicarían la discrepancia de los resultados.

Una parte de la literatura ha demostrado que la adopción obligatoria de IFRS tiene un efecto positivo sobre la madurez de la deuda. Sengupta (1998) y Leuz y Verrecchia (2000) avalan este resultado, argumentando que la reducción de la asimetría de información reduce el costo de la deuda y ello fomentaría la emisión de deuda de mayor plazo. Florou y Kosi (2008) encuentran un resultado similar para firmas del Reino Unido, aunque sus resultados carecen de significancia. Kim et al. (2011) en un estudio realizado a empresas de 40 países con distinto origen legal entre 1997 y 2005 demuestran que las IFRS se asocian positivamente con la deuda de largo plazo, pese a que su adopción haya sido voluntaria. Lima et al. (2016) analizaron 122 empresas brasileñas, de las cuales 93 adoptaron IFRS en forma obligatoria y 29 lo hicieron en forma voluntaria. Sus resultados demuestran que la relación positiva entre la adopción obligatoria de IFRS y la madurez de la deuda se debe a que la reducción de la asimetría de información disminuye el riesgo de los inversores a través de la deuda de largo plazo. Cuando la adopción es voluntaria, se encuentran efectos similares, pero más acotados. En este punto, los

autores sostienen que la adopción obligatoria de IFRS tendría efectos sistémicamente más relevantes que la adopción voluntaria, pues esta última estaría guiada sólo por la voluntad de las empresas por diferenciar su calidad respecto de aquellas que no la adoptaron.

Otras investigaciones han hallado resultados contrarios a los descritos. Zhang (2008) señala que la adopción de IFRS impone un criterio contable más conservador y alejado de las políticas discrecionales dirigidas a la expropiación de riqueza, lo que estaría negativamente correlacionado con la madurez de la deuda. Tal hecho es respaldado por otros estudios empíricos (Kosi y Florou, 2009; Ball et al., 2014). Chen y Zhu (2013) corroboran esta visión y añaden que las IFRS son un medio efectivo para mitigar los efectos del problema de agencia entre la firma y los bonistas. Este efecto puede ser más pronunciado en países con menor protección legal para los inversores (Beneish et al., 2015) o donde las IFRS presenten mayores diferencias en relación a los criterios contables locales (Chen et al., 2015).

En Chile no existen estudios que hayan analizado la relación entre la adopción de IFRS y la madurez de la deuda. Chile es un país regido por el derecho civil, donde la baja protección legal ofrecida a los inversores supondría mayores conflictos de interés entre la firma y los tenedores de deuda, hecho que tendría efectos relevantes sobre los términos de los contratos de deuda. Además, el hecho que la normativa sea adoptada diferenciadamente por grandes empresas y Pymes obliga a separar el análisis por diversas razones, las que contraponen la necesidad de reducir la asimetría de información y controlar los costos de agencia de la deuda. Primero, la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) obliga a las empresas grandes a divulgar sus estados financieros en forma trimestral. Tal hecho supondría que el contenido de asimetría de información fuese menor en este tipo de empresas en relación a las Pymes. Pero, sus diluidas estructuras de propiedad y la presencia de accionistas controladores facilitarían los costos de agencia en contra de los demás inversores a través de prácticas de sustitución de activos. Siguiendo a Chen y Zhu (2013), si las IFRS pueden mitigar estos costos a través de la divulgación de información de mayor calidad y transparencia entonces la predominancia del problema de agencia llevaría a las grandes empresas a emitir deuda de menor plazo. Luego formulamos la siguiente hipótesis:

H3: *La adopción obligatoria de IFRS tiene un efecto negativo sobre la madurez de la deuda de las empresas grandes.*

Segundo, las Pymes están caracterizadas por estructuras de propiedad más concentradas que sugieren un efecto más acotado de los costos de agencia. Sin embargo, al no estar obligadas a reportar sus estados financieros, el grado de asimetría de información que las caracteriza es mayor. Acorde con Sengupta (1998) y Leuz y Verrecchia (2000), si las IFRS contribuyen a reducir esta asimetría de información, las Pymes podrían acceder a deudas con menor costo de financiamiento y mayor madurez. Por ello se formula esta hipótesis:

H4: *La adopción obligatoria de IFRS tiene un efecto positivo sobre la madurez de la deuda de las Pymes.*

Dado que la adopción obligatoria de IFRS aporta información financiera más detallada y comparable, el proceso de valoración del riesgo y de las firmas efectuado por parte de los inversores es facilitado (Verrecchia, 2001; Easley y O'Hara, 2004; Lambert et al., 2007; Barth et al., 2008; Hail, 2010). Si los inversores pueden evaluar la calidad de las firmas con mayor precisión, la asimetría de información que enfrentan es menor así como también el riesgo de su inversión. Este hecho se traduce en una flexibilización de los términos del contrato de deuda tales como el costo y la madurez (Leuz y Verrecchia, 2000). Lo anterior se podría ver reforzado si los inversionistas extranjeros se convierten en un medio de control que disciplina la gestión corporativa y permite a las firmas acceder a deuda en términos más flexibles (Tanaka, 2015). Esto nos permite formular estas hipótesis:

H5: *La adopción obligatoria de IFRS tiene un efecto positivo sobre la madurez de la deuda de las empresas de elevada calidad crediticia.*

H6: *La propiedad extranjera tiene un efecto positivo sobre la madurez de la deuda de las empresas de elevada calidad desde que se adoptaron las IFRS.*



Capítulo 3

Datos y metodologías

3.1. Muestra de datos

Los datos usados en esta investigación fueron obtenidos de la Encuesta Longitudinal de Empresas (ELE). La información corresponde a las cuatro versiones de la encuesta, ELE1, ELE2, ELE3 y ELE4, las cuales reportan datos correspondientes a los períodos 2007, 2009, 2013 y 2015, respectivamente. Esta encuesta es elaborada por el Ministerio de Economía, Fomento y Turismo de Chile y sólo reporta información contable y empresarial, no así de naturaleza bursátil. La muestra total se compone de 20586 empresas, muestra que se obtuvo luego de eliminar las empresas con registros incompletos y del sector financiero. Las variables se presentan en el cuadro 3.1.

La variable dependiente de la investigación es la madurez de la deuda (DM) medida por el ratio de deuda de largo plazo sobre deuda total. Esta medición ha sido ampliamente sugerida por diversos trabajos empíricos nacionales e internacionales (Stohs y Mauer, 1996; Ozkan, 2000, 2002; Azofra et al., 2004; Dang, 2011; Muñoz y Sepúlveda, 2016).

La madurez de la deuda es controlada a través de diversas medidas de estructura de propiedad (OS). De acuerdo al cuadro 3.1 incluimos las variables dummies propietario/gerente (OS1), socio/gerente (OS2), Outside/manager (OS3) y el porcentaje de propiedad gerencial (MO). Estas variables han sido usadas por diversos trabajos empíricos que intentan cuantificar el efecto de la separación entre el control y la propiedad corporativa sobre la madurez de la deuda (Jensen y Meckling, 1976; Ozkan, 2000; Fleming et al., 2005; Guney y Ozkan, 2005; Datta et al., 2005; Benmelech, 2006; Harford et al., 2008). En este tipo de variables también incluimos el porcentaje de propiedad extranjera (FOS) para cuantificar el potencial rol de control de estos inversionistas sobre la dirección empresarial a través del plazo del endeudamiento (Ezeoha et al., 2008; Choi y Choi, 2013; Tanaka, 2015).

Para controlar el efecto de la adopción obligatoria de las IFRS sobre la madurez de la deuda se emplean dos variables dummies que consideran la implementación diferenciada entre Pymes y grandes empresas. Definimos IFRSS como una variable dummy que toma valor 1 a contar del año 2013 y 0 en otro caso; mientras que IFRSL es una variable dummy igual toma valor 1 desde el año 2009 y 0 en otro caso. Estos años marcan los

períodos en que tanto las Pymes como grandes empresas adoptaron obligatoriamente las normas IFRS.

Cuadro 3.1: Variables de la investigación.

Variables	Descripción
<i>A. Variable dependiente</i>	
DM	Madurez de la deuda Ratio de deuda de largo plazo a deuda total
<i>B. Estructura de propiedad</i>	
OS1	Gerente/propietario Dummy 1 si el gerente es propietario total y 0 en otro caso
OS2	Gerente/socio Dummy 1 si el gerente es propietario parcial y 0 en otro caso
MO	Propiedad gerencial Porcentaje de participación del gerente en la propiedad
OS3	Gerente/externo Dummy 1 si el gerente es externo y 0 en otro caso
FOS	Propiedad extranjera Porcentaje de participación extranjera en la propiedad
<i>C. Adopción obligatoria de IFRS</i>	
IFRSS	IFRS SMEs Dummy 1 desde el año 2013 y 0 en otro caso
IFRSL	IFRS Large firms Dummy 1 desde el año 2009 y 0 en otro caso
<i>D. Otras variables de control</i>	
FQ	Calidad crediticia de la firma Indicador Z-Score
LEV	Estructura de capital Ratio deuda a patrimonio
AC	Costos de agencia Ratio de gastos operacionales a ventas
EM	Monitoreo externo Años de relación comercial con los financiadores externos
FP	Rentabilidad de la firma Retorno sobre el activo
GO	Oportunidades de crecimiento Crecimiento anual de las ventas
SIZE	Tamaño de la firma Logaritmo natural del activo total
ATN	Tangibilidad de los activos Ratio de activos de largo plazo sobre activo total
HD	Holding empresarial Dummy 1 si la empresas pertenece a holding y 0 en otro caso

Fuente: Elaboración propia.

También se incluyen otras variables de control sugeridas por la evidencia internacional. La calidad crediticia de la firma (FQ) es cuantificada a través del indicador Z-Score (Flannery, 1986; Diamond, 1991); el leverage (LEV) se utiliza para corroborar si la madurez de la deuda se relaciona con problemas de liquidez o subinversión (Johnson, 2003; Barclay et al. 2003; Billet et al., 2007; Alcock et al., 2011); los costos de agencia (AC) se emplean como una forma de medir el efecto de la discrecionalidad de los gerentes en el conflicto principal-agente (Leland, 1998; Lasfer, 1999; Ang et al., 2000; Fleming et al., 2005). El monitoreo de financiadores externos (EM) se emplean como mecanismo de control externo sobre la madurez de la deuda (Muñoz y Sepúlveda, 2016); la rentabilidad de la firma (FP) es medida a través del retorno sobre el activo (Barclay y Smith, 1995); el crecimiento anual de las ventas se utiliza para cuantificar el rol de las oportunidades de crecimiento de la firma (GO) acorde a lo que diversos estudios señalan (Myers, 1977; Myers y Majluf, 1984; Barclay y Smith, 1995). También incluimos el

tamaño de la firma (SIZE), tangibilidad de los activos (ATN) y la pertenencia a holding empresariales (HD) como otras variables de control.

3.2. Método econométrico

Para estimar el efecto de la propiedad extranjera y la adopción de las normas IFRS sobre la madurez de la deuda utilizamos un modelo de respuesta fraccional (FRM) propuesto por Papke y Wooldridge (1996). Este modelo se emplea tanto para estimar probabilidades como cualquier tipo de variable continua que pueda ser representada como una proporción entre 0 y 1, como lo es la madurez de la deuda. El modelo para datos agrupados considera que esta variable está restringida por una distribución logística que se estima por pseudo-verosimilitud. El modelo empírico es el siguiente:

$$\begin{aligned}
 DM_i = & \beta_0 + \beta_1 OS_i + \beta_2 (MO_i \times OS2_i) + \beta_3 (MO_i^2 \times OS2_i) \\
 & + \beta_4 (FOS_i \times DSIZE_i) + \beta_5 (FOS_i^2 \times DSIZE_i) + \beta_6 IFRS_f \\
 & + \beta_7 FQ_i + \beta_8 FQ_i^2 + \beta_9 LEV_i + \beta_{10} AC_i + \beta_{11} EM_i + \beta_{12} FP_i \\
 & + \beta_{13} GO_i + \beta_{14} SIZE_i + \beta_{15} ATN_i + \beta_{16} HD_i + \beta_{17} DYEAR_i \\
 & + \beta_{18} DSECTOR_i + \varepsilon_i
 \end{aligned} \tag{3.1}$$

Donde la variable dependiente DM_i señala la madurez de la deuda de la empresa i . Las variables dummies de estructura de propiedad (OS_i) están definidas de acuerdo a lo señalado en el cuadro 3.1. Además, incluimos la propiedad gerencial (MO_i) y extranjera (FOS_i) así como su nivel cuadrático MO_i^2 y FOS_i^2 para evaluar un posible efecto no monótono de estas variables sobre la madurez de la deuda corporativa. Utilizamos la variable dummy $DSIZE$ que se define de dos formas paralelas según si la firma es grande o pyme. De esta forma controlamos la heterogeneidad observable entre ambos tipos de empresas. Notar que la propiedad gerencial es incorporada como variable de control sólo cuando el gerente es socio de la empresa ($OS2$).

La variable $IFRS_f$ tiene el valor 1 a contar del año en que las empresas de tamaño $f = (grandes, pymes)$ adoptaron la normativa y 0 en otro caso. Como esta normativa fue adoptada en distintos años por parte de las empresas grandes y pymes, definimos $IFRS_L$ e $IFRS_S$ para estas compañías en forma respectiva. Estas variables capturan el efecto contemporáneo, sistemático y absorbente de esta normativa sobre el plazo de la deuda.

Otras variables de control basadas en cualidades específicas de las empresas también son incluidas en el análisis econométrico. La calidad crediticia de la firma (FQ_i) y su cuadrado (FQ_i^2), el leverage (LEV_i), los costos de agencia (AC_i), el monitoreo de financiadores externos (EM_i), la rentabilidad de la firma (FP_i), las oportunidades de crecimiento de la firma (GO_i), el tamaño de la firma ($SIZE_i$), tangibilidad de los activos (ATN_i) y la pertenencia a holding empresariales (HD_i) constituyen estas variables de control. El modelo estimado también es controlado por sectores económicos ($DSector$) y variaciones temporales ($Dyear$) mediante el uso de variables dummies. Finalmente, ε_i es una perturbación aleatoria.

Un segundo modelo es construido para la madurez de la deuda en donde evaluamos el efecto de la propiedad extranjera y de las firmas de elevada calidad crediticia a partir de la adopción de las IFRS. El modelo es el siguiente:

$$\begin{aligned}
 DM_i = & \beta_0 + \beta_1 OS_i + \beta_2 (MO_i \times OS2_i) + \beta_3 (MO_i^2 \times OS2_i) \\
 & + \beta_4 (FOS_i \times IFRS_f) + \beta_5 (HQ_i \times IFRS_f) + \beta_6 FQ_i \\
 & + \beta_7 FQ_i^2 + \beta_8 LEV_i + \beta_9 AC_i + \beta_{10} EM_i + \beta_{11} FP_i + \beta_{12} GO_i \\
 & + \beta_{13} SIZE_i + \beta_{14} ATN_i + \beta_{15} HD_i + \beta_{16} DYEAR_i \\
 & + \beta_{17} DSECTOR_i + \varepsilon_i
 \end{aligned} \tag{3.2}$$

El modelo (3.2) incluye diversas variables iterativas de interés para la investigación. La variable $(FOS_i \times IFRS_f)$ mide el efecto de la propiedad extranjera sobre la madurez de la deuda desde que las firmas de tamaño f adoptaron obligatoriamente las IFRS, mientras que la variable $(HQ_i \times IFRS_f)$ mide el efecto iterativo de las IFRS en firmas con elevada calidad crediticia, siendo HQ_i una variable dummy que adopta el valor 1 cuando el Z-Score de la firma i está por sobre el promedio de su sector y de su respectiva encuesta. Las demás variables de control se definen en forma idéntica al modelo (1).

Un tercer modelo es especificado para evaluar el efecto de la propiedad extranjera en firmas con elevada calidad crediticia que adoptaron las IFRS sobre la madurez de la deuda:

$$\begin{aligned}
 DM_i = & \beta_0 + \beta_1 OS_i + \beta_2 (MO_i \times OS2_i) + \beta_3 (MO_i^2 \times OS2_i) \\
 & + \beta_4 (HQ_i \times FOS_i \times DSIZE_i) + \beta_5 FQ_i + \beta_6 FQ_i^2 + \beta_7 LEV_i \\
 & + \beta_8 AC_i + \beta_9 EM_i + \beta_{10} FP_i + \beta_{11} GO_i + \beta_{12} SIZE_i \\
 & + \beta_{13} ATN_i + \beta_{14} HD_i + \beta_{16} DYEAR_i + \beta_{16} DSECTOR_i \\
 & + \varepsilon_i
 \end{aligned} \tag{3.3}$$

Donde $(HQ_i \times FOS_i \times IFRS_f)$ es una variable iterativa que mide el efecto de la propiedad extranjera sobre la madurez de la deuda desde que las firmas de tamaño f y con elevada calidad crediticia adoptaron la IFRS. Las demás variables de control se definen como en los modelos (3.1) y (3.2).

Capítulo 4

Resultados empíricos

4.1. Análisis descriptivo

El cuadro 4.1 presenta la estadística descriptiva de la muestra. Es importante señalar que los resultados de cada período no son estrictamente comparables debido a las diferencias en el tamaño de las empresas utilizadas en el marco muestral de cada encuesta y al hecho de que no necesariamente las empresas se repiten de una muestra a otra.

Cuadro 4.1: Estadística descriptiva de las empresas.

Variables	2007		2009		2013		2015		
	Media	D.E	Media	D.E	Media	D.E	Media	D.E	
<i>Variable dependiente</i>									
DM	Madurez de la deuda	16.63	28.81	17.01	28.16	19.72	28.96	22.72	30.25
<i>Estructura de propiedad</i>									
OS1	Gerente/propietario	43.72	49.61	28.65	45.21	18.15	38.55	12.51	33.09
OS2	Gerente/socio	24.23	42.85	34.30	47.47	45.19	49.77	29.67	45.68
MO	Propiedad gerencial	52.58	28.29	50.80	27.94	35.45	41.43	26.47	38.46
OS3	Gerente/externo	32.05	46.67	37.06	48.30	36.63	48.18	57.80	49.39
FOS	Propiedad extranjera	3.75	18.40	5.98	22.95	8.54	27.07	9.20	27.96
<i>Otras variables de control</i>									
FQ	Calidad crediticia de la firma	5.74	5.21	3.59	3.25	3.74	4.19	6.90	3.97
LEV	Estructura de capital	1.21	2.04	1.73	2.55	2.35	3.33	3.88	4.06
AC	Costos de agencia	8.39	13.74	21.50	22.13	17.75	18.30	20.15	20.81
EM	Monitoreo externo	12.82	12.54	12.65	10.16	16.34	11.56	18.17	13.98
FP	Rentabilidad de la firma	13.15	21.11	11.91	0.18	9.29	0.40	12.86	6.71
GO	Oportunidades de crecimiento	22.83	30.68	14.90	33.86	16.78	31.49	11.06	32.47
SIZE	Tamaño de la firma	20.44	338.40	150.15	816.12	168.40	683.46	177.83	646.02
ATN	Tangibilidad de los activos	28.56	27.62	29.31	26.67	22.65	26.05	35.15	39.94
HD	Holding empresarial	13.57	34.25	21.52	41.10	29.37	45.55	31.69	46.53

Fuente: Elaboración propia.

Se aprecia que la madurez de la deuda de las empresas se ha incrementado entre 2007 y 2015. Del total de la deuda corporativa, el financiamiento de largo plazo aumentó desde un 16.63 % en 2007 a un 22.72 % en 2015. En todo caso, y pese al aumento exhibido en la madurez de la deuda, el financiamiento de corto plazo continúa siendo el más relevante en la composición de la deuda. En esta misma línea, observamos que el ratio de endeudamiento sobre el patrimonio también se incrementó, evidenciando la predominancia de la deuda por sobre la emisión de capital como fuente de financiamiento. Además, el incremento de los años de relación comercial con los financiadores externos, de 12.82 años en 2007 a 18.17 años en 2015, es coherente con la estructura de plazos para la deuda.

El mayor plazo de la deuda observado también concuerda con la madurez de los activos. Para el año 2007, el 28,56 % de los activos de las empresas corresponden a inversiones de largo plazo, cifra que se incrementa a 35.15 % en 2015. Este hecho revela que las empresas emparejan la madurez del financiamiento y de sus inversiones. Otro hecho que resulta interesante y común en países regidos por el derecho civil como Chile, es la creciente proporción de empresas que pertenecen a conglomerados empresariales, cifra que aumenta de 13.57 % a 31.69 % en igual período. La existencia de mercados de capitales internos en estos conglomerados favorecería el uso de la deuda como fuente de financiamiento.

La información concerniente a la estructura de propiedad muestra resultados que concuerdan con el creciente uso de la deuda de largo plazo. La reducción observada en el porcentaje de empresas gestionadas por su dueño entre 2007 y 2015, es proporcional al aumento de la cantidad de empresas administradas por un gerente externo y a la reducción de la propiedad gerencial. Además, se aprecia que en igual período comparativo, la propiedad extranjera en las empresas chilenas aumentó de 3.75 % a 9.20 %.

Finalmente, observamos que en promedio las firmas chilenas tienen una baja probabilidad de quiebra dada las cifras del indicador Z-Score. No obstante, la evolución creciente de los costos de agencia y la reducción progresiva de las oportunidades de crecimiento son coherentes con el mayor uso de deuda de largo plazo y la dilución de la propiedad observada en la muestra a lo largo de los períodos.

4.2. Efecto de la propiedad extranjera y adopción de las normas IFRS

La adopción de la normativa IFRS puede no sólo afectar la madurez de la deuda de las empresas chilenas, sino que también podría condicionar el rol de la propiedad extranjera y la calidad crediticia de las empresas sobre ella. El cuadro 4.2 muestra los resultados del test de Wilcoxon aplicado a las empresas grandes y pymes, comparando la situación en base a la adopción de IFRS. Como se aprecia para las firmas grandes, luego de la adopción obligatoria de IFRS, la deuda de largo plazo se redujo de 28.50 % a 25.89 %. A ello se suma las significativas disminuciones de la participación de inversionistas extranjeros en la propiedad corporativa y de la calidad crediticia de estas

empresas. Para las pymes ocurre lo contrario. Tanto la madurez de la deuda como la propiedad extranjera y calidad crediticia de estas empresas experimentaron alza a partir de la adopción de las IFRS. Este resultado indica que la adopción de la normativa IFRS corrige el contenido de asimetría de información asociado a la calidad de la firma, siendo esta corrección la que también modifica la presencia de los inversionistas extranjeros en la propiedad de las empresas. Estos resultados inicialmente soportan la visión de que la adopción de las normas IFRS pueden contribuir a diferenciar la calidad de las firmas y permitir a los inversores extranjeros a tomar una mejor decisión de inversión.

Cuadro 4.2: Test de Wilcoxon a través de la adopción obligatoria de IFRS.

Ítem	Adopción de IFRS en empresas grandes			Adopción de IFRS en Pymes		
	Antes	Después	Estadístico z	Antes	Después	Estadístico z
Madurez de la deuda	28.50	25.89	(-2.32)***	13.74	20.14	(16.67)***
Propiedad extranjera	18.40	13.71	(-3.47)***	2.39	7.84	(21.24)***
Calidad de la firma	3.17	2.30	(-7.12)***	5.71	8.43	(2.04)**

Superíndice ***, **, * indican significancia estadística al 1, 5, and 10 por ciento.

Fuente: Elaboración propia.

Los cuadros 4.3. y 4.4. muestran los efectos marginales de las tres especificaciones del modelo de respuesta fraccional. En el caso del cuadro 4.3. las variables dummies DSIZE e IFRS están definidas para las Pymes, mientras que en el cuadro 4.4 se definen para firmas grandes. En ambas tablas se puede apreciar que algunas variables de control muestran los efectos esperados de acuerdo a la evidencia empírica. Características de las firmas como su calidad crediticia (Flannery, 1986; Diamond, 1991), rentabilidad (Barclay y Smith, 1995), monitoreo de financiadores externos (Muñoz y Sepúlveda, 2016) y la pertenencia a holdings empresariales son factores que inciden en forma negativa y significativa sobre la madurez de la deuda. De esta forma, firmas de elevada calidad crediticia (bajo riesgo) y con mayor rentabilidad emiten deuda de corto plazo. El monitoreo de financiadores externos y la creación de mercados de capitales internos a través de los holdings empresariales también promueve la financiación a menor plazo. Un hecho relevante tiene relación con el efecto de la calidad crediticia de la firma. Si bien se aprecia un efecto negativo sobre la madurez de la deuda, la no linealidad observada sugiere que las firmas con elevada calidad crediticia prefieren la deuda de largo plazo. Otros resultados comunes en ambas tablas demuestran que el tamaño de la firma (Benmelech, 2006; Alcock et al., 2011) y la tangibilidad de sus activos (Stohs y Mauer, 1996) inciden de forma positiva sobre la madurez de la deuda. Las firmas emiten deuda de largo plazo para emparejar el vencimiento de sus pasivos con el de sus activos. El mayor plazo de la deuda también es proporcional al tamaño de las firmas.

Cuadro 4.3: Modelo de respuesta fraccional para madurez de la deuda en firmas chilenas.

Variables	Variable dependiente: Madurez de la deuda medida por el ratio de deuda de largo plazo a deuda total								
	Modelo 1			Modelo 2			Modelo 3		
<i>Variables de estructura de propiedad</i>									
OS1	-0.0121 (-2.29)**				-0.0113 (-2.17)**				-0.0117 (-2.23)**
OS2		0.0097 (1.76)*			0.0091 (1.94)*				0.0106 (1.75)*
MO		0.0989 (2.58)***			0.0992 (2.57)***				0.0999 (2.68)***
MO ²		-0.0798 (-2.16)**			-0.0803 (-2.22)**				-0.0802 (-2.18)**
OS3			0.0108 (2.08)**			0.0094 (1.81)*			0.0114 (2.20)**
<i>Propiedad extranjera y adopción de IFRS en Pymes</i>									
FOS × SMEs	-0.1528 (-1.67)*	-0.1447 (-2.18)**	-0.1495 (-1.83)*						
FOS ² × SMEs	0.1483 (1.77)*	0.1447 (1.84)*	0.1474 (1.97)**						
FOS critical value	51.52 %	50.01 %	50.71 %						
IFRS _S	0.0223 (2.54)**	0.0259 (2.63)***	0.0246 (3.16)***						
FOS×IFRS _S				-0.0395 (-3.23)***	-0.0361 (-2.93)***	-0.0371 (-3.01)***			
HQ×IFRS _S				0.0170 (1.98)**	0.0185 (2.02)**	0.0172 (2.88)***			
HQ× FOS×IFRS _S							0.0116 (2.48)**	0.0181 (2.75)***	0.0151 (2.63)***
<i>Otras variables de control</i>									
FQ	-0.0054 (-3.75)***	-0.0053 (-3.74)***	-0.0055 (-3.74)***	-0.0057 (-3.79)***	-0.0059 (-3.78)***	-0.0061 (-3.78)***	-0.0055 (-3.77)***	-0.0056 (-3.77)***	-0.0058 (-3.76)***
FQ2	0.0001 (2.07)**	0.0001 (2.11)**	0.0001 (2.07)**	0.0001 (2.18)**	0.0002 (2.20)**	0.0001 (2.18)**	0.0002 (2.10)**	0.0001 (2.13)**	0.0001 (2.10)**
LEV	0.0030 (0.50)	0.0031 (0.50)	0.0030 (0.50)	0.0029 (0.49)	0.0030 (0.49)	0.0030 (0.49)	0.0030 (0.50)	0.0032 (0.50)	0.0031 (0.50)
AC	-0.0082 (-0.63)	-0.0068 (-0.53)	-0.0073 (-0.57)	-0.0060 (-0.47)	-0.0047 (-0.37)	-0.0053 (-0.41)	-0.0085 (-0.65)	-0.0069 (-0.53)	-0.0075 (-0.57)
EM	-0.0009 (-3.23)***	-0.0009 (-3.23)***	-0.0011 (-3.24)***	-0.0008 (-3.25)***	-0.0007 (-3.26)***	-0.0008 (-3.25)***	-0.0011 (-3.21)***	-0.0009 (-3.22)***	-0.0010 (-3.22)***
FP	-0.0809 (-4.79)***	-0.0847 (-5.02)***	-0.0832 (-4.94)***	-0.0815 (-4.84)***	-0.0854 (-5.07)***	-0.0835 (-4.96)***	-0.0804 (-4.77)***	-0.0845 (-5.02)***	-0.0828 (-4.93)***
GO	-0.0002 (-0.77)	-0.0003 (-0.75)	-0.0001 (-0.75)	-0.0001 (-0.79)	-0.0002 (-0.74)	-0.0002 (-0.81)	-0.0001 (-0.76)	-0.0001 (-0.79)	-0.0002 (-0.74)
SIZE	0.0220 (16.84)***	0.0237 (17.80)***	0.0229 (17.73)***	0.0224 (17.09)***	0.0240 (18.00)***	0.0231 (17.87)***	0.0223 (16.85)***	0.0239 (17.81)***	0.0234 (17.71)***
ATN	0.2389 (26.13)***	0.2380 (26.10)***	0.2386 (26.06)***	0.2375 (26.04)***	0.2366 (25.99)***	0.2373 (25.97)***	0.2393 (26.39)***	0.2383 (26.33)***	0.2389 (26.30)***
HD	-0.0178 (-3.30)***	-0.0128 (-2.29)**	-0.0149 (-2.69)***	-0.0170 (-3.17)***	-0.0124 (-2.22)**	-0.0144 (-2.61)***	-0.0183 (-3.41)***	-0.0130 (-2.32)**	-0.0151 (-2.73)***
Observations	20586	20586	20586	20586	20586	20586	20586	20586	20586
Dummy sector	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Dummy year	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí

Superíndice ***, **, * indican significancia estadística al 1, 5, and 10 por ciento.

Fuente: Elaboración propia.

La propiedad extranjera es relevante sobre la madurez de la deuda. La variable FOS indica un efecto negativo y significativo que valida la hipótesis H1. Este resultado inicialmente concuerda con Choi y Choi (2013), por lo que la propiedad extranjera generaría la convergencia entre los intereses de los administradores y los accionistas extranjeros. Asimismo, este tipo de propiedad ejerce un rol de supervisión que se puede sustituir con la emisión de deuda de largo plazo. Sin embargo, esta relación es no lineal, con lo cual se da soporte a la hipótesis H2. La forma de U que se observa en esta relación señala que cuando la propiedad extranjera es elevada, el efecto negativo se reversa y en su lugar se promueve la emisión de deuda de largo plazo. Para ello la propiedad extranjera debiera estar por sobre el 50 % y 60 % en empresas Pymes y grandes, respectivamente (ver cuadros 4.3. y 4.4). Sobre este valor umbral, la propiedad extranjera constituye un medio de control complementario con la deuda de largo plazo (Ezeoha et al., 2008; Tanaka, 2015).

Las normas IFRS tienen efectos significativos sobre la madurez de la deuda. Sin embargo, estos varían de acuerdo al tamaño de las empresas. El cuadro 4.3 indica que la adopción obligatoria de las IFRS incrementa la madurez de la deuda de las Pymes, hecho que valida la hipótesis H4. Este resultado está en línea con diversos estudios internacionales (Leuz y Verrecchia, 2000; Florou y Kosi, 2008; Kim et al., 2011; Lima et al., 2016). Dado que las Pymes se caracterizan por un mayor grado de asimetría de información, la adopción de las IFRS ejerce un efecto que transformaría la disipación de dicha asimetría en un menor costo de las fuentes de financiamiento, el cual incentivaría el uso de la deuda de largo plazo. Por su parte, el cuadro 4.4 demuestra que la adopción de las IFRS produce el efecto contrario en empresas grandes. Este resultado soporta la hipótesis H3 y concuerda con otras investigaciones (Zhang, 2008; Kosi y Florou, 2009; Ball et al., 2014; Chen y Zhu, 2013). Si bien las firmas grandes divulgan información financiera hacia el mercado, los potenciales problemas de agencia de la firma con sus inversores harían de las IFRS un medio efectivo para controlarlos a través de la emisión de deuda de corto plazo. Este hecho sería relevante para las empresas chilenas, por cuanto la débil protección legal para los inversores puede ser compensada parcialmente con la adopción de estas normas.

Los resultados exhibidos en los cuadros 4.3. y 4.4 muestran que la variable iterativa ($FOS_i \times IFRS_f$) tiene un efecto negativo y significativo sobre la madurez de la deuda. Este resultado demuestra que el efecto de control sustituto de la propiedad extranjera prevalece sobre la madurez de la deuda, aún cuando las firmas de tamaño $f = (grandes, pymes)$ hayan adoptado obligatoriamente las normas IFRS. Si bien la adopción de las IFRS se traduce en la divulgación de información financiera más detallada, comparable y transparente, los propietarios extranjeros consideran esta normativa como un medio que refuerza su rol de control a través de la emisión de deuda de corto plazo. Por su parte, la variable ($HQ_i \times IFRS_f$) indica un efecto positivo y significativo sobre la madurez de la deuda, lo cual valida la hipótesis H5. Cuando las firmas de tamaño $f = (grandes, pymes)$ tienen una elevada calidad crediticia y por tanto un bajo riesgo corporativo, la adopción obligatoria de las IFRS promueven el endeudamiento de largo plazo. Este hecho se complementa con el efecto no lineal de la calidad crediticia (FQ).

Cuadro 4.4: Modelo de respuesta fraccional para madurez de la deuda en firmas chilenas.

Variables	<i>Variable dependiente: Madurez de la deuda medida por el ratio de deuda de largo plazo a deuda total</i>								
	Modelo 1			Modelo 2			Modelo 3		
<i>Variables de estructura de propiedad</i>									
OS1	-0.0009 (-0.13)			-0.0013 (-0.18)			-0.0017 (-0.23)		
OS2		0.0071 (1.94)*			0.0073 (1.97)*			0.0059 (1.78)*	
MO		0.0998 (2.60)***			0.0989 (2.58)***			0.0990 (2.64)***	
MO ²		-0.0804 (-2.17)**			-0.0811 (-2.26)**			-0.0797 (-2.15)**	
OS3			0.0099 (1.92)*			0.0091 (1.76)*			0.0109 (2.11)**
<i>Propiedad extranjera y adopción de IFRS en Pymes</i>									
FOS × Large	-0.0910 (-2.39)**	-0.0892 (-2.40)**	-0.0903 (-2.47)**						
FOS ² × Large	0.0749 (2.06)**	0.0687 (2.02)**	0.0729 (2.03)**						
FOS critical value	60.75 %	64.91 %	61.93 %						
IFRS _L	-0.0302 (-2.52)**	-0.0273 (-2.61)**	-0.0234 (-2.77)**						
FOS×IFRS _L				-0.0349 (-3.50)***	-0.0313 (-3.10)***	-0.0325 (-3.22)***			
HQ×IFRS _L				0.0179 (1.77)*	0.0184 (1.88)*	0.0177 (1.81)*			
HQ× FOS×IFRS _L							-0.0201 (-2.19)**	-0.0164 (-1.97)**	-0.0175 (-2.03)**
<i>Otras variables de control</i>									
FQ	-0.0053 (-3.70)***	-0.0052 (-3.68)***	-0.0052 (-3.69)***	-0.0052 (-3.61)***	-0.0051 (-3.58)***	-0.0051 (-3.60)***	-0.0054 (-3.75)***	-0.0053 (-3.73)***	-0.0053 (-3.73)***
FQ2	0.0001 (2.05)**	0.0001 (2.07)**	0.0001 (2.05)**	0.0001 (1.96)**	0.0001 (1.96)**	0.0001 (1.94)*	0.0003 (2.08)**	0.0001 (2.10)**	0.0003 (2.07)**
LEV	0.0030 (0.49)	0.0030 (0.50)	0.0030 (0.50)	0.0029 (0.47)	0.0030 (0.50)	0.0030 (0.49)	0.0030 (0.50)	0.0030 (0.50)	0.0030 (0.50)
AC	-0.0075 (-0.58)	-0.0061 (-0.47)	-0.0066 (-0.51)	-0.0058 (-0.45)	-0.0045 (-0.35)	-0.0051 (-0.40)	-0.0084 (-0.65)	-0.0069 (-0.53)	-0.0074 (-0.57)
EM	-0.0009 (-3.25)***	-0.0012 (-3.31)***	-0.0008 (-3.25)***	-0.0011 (-3.28)***	-0.0007 (-3.29)***	-0.0010 (-3.29)***	-0.0009 (-3.22)***	-0.0009 (-3.23)***	-0.0009 (-3.23)***
FP	-0.0803 (-4.75)***	-0.0843 (-4.99)***	-0.0823 (-4.88)***	-0.0801 (-4.73)***	-0.0838 (-4.96)***	-0.0819 (-4.85)***	-0.0808 (-4.79)***	-0.0848 (-5.03)***	-0.0831 (-4.94)***
GO	-0.0003 (-0.76)	-0.0001 (-0.81)	-0.0001 (-0.86)	-0.0002 (-0.79)	-0.0001 (-0.77)	-0.0001 (-0.77)	-0.0003 (-0.77)	-0.0002 (-0.75)	-0.0000 (-0.69)
SIZE	0.0227 (16.96)***	0.0243 (17.87)***	0.0234 (18.17)***	0.0220 (16.27)***	0.0235 (17.16)***	0.0227 (16.99)***	0.0221 (16.85)***	0.0238 (17.78)***	0.0230 (17.69)***
ATN	0.2388 (26.33)***	0.2377 (26.26)***	0.2385 (26.26)***	0.2372 (26.02)***	0.2363 (25.98)***	0.2370 (25.96)***	0.2392 (26.42)***	0.2381 (26.35)***	0.2388 (26.33)***
HD	-0.0171 (-3.19)***	-0.0123 (-2.20)**	-0.0144 (-2.60)***	-0.0166 (-3.08)***	-0.0121 (-2.16)**	-0.0141 (-2.59)***	-0.0178 (-3.32)***	-0.0127 (-2.27)**	-0.0148 (-2.68)***
Observations	20586	20586	20586	20586	20586	20586	20586	20586	20586
Dummy sector	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Dummy year	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí

Superíndice ***, **, * indican significancia estadística al 1, 5, and 10 por ciento.

Fuente: Elaboración propia.

Finalmente, el cuadro 4.3 muestra que la variable ($HQ_i \times FOS_i \times IFRS_t$) tiene un efecto positivo y significativo para las Pymes, y que soporta la hipótesis H6. Este resultado señala que cuando la propiedad extranjera aumenta en empresas de elevada calidad que adoptaron las IFRS, la madurez de la deuda se incrementa significativamente. Los inversionistas extranjeros asocian la calidad de la firma y la adopción de esta norma como una señal de menores niveles de asimetría de información en las Pymes y que permiten monitorearlas a través de deuda de mayor plazo. Este hecho se relaciona con la creciente propiedad extranjera en este tipo de empresas. Por otra parte, el cuadro 4.4 muestra que esta variable tiene el efecto contrario, en el que predomina el rol de control sustituto de la propiedad extranjera. Este último resultado en empresas grandes se opone a la hipótesis H6.



Capítulo 5

Conclusiones

La madurez de la deuda es un tópico de análisis recurrente en finanzas corporativas principalmente por sus alcances sobre el control corporativo. En lo más reciente, nuevos factores incidirían sobre esta decisión, abriendo nuevos focos para el debate y discusión por parte de los investigadores.

El creciente proceso de apertura comercial que Chile ha experimentado durante las últimas dos décadas y el fortalecimiento de su institucionalidad y regulación, han sido pilares fundamentales para el aumento de la inversión extranjera directa. Además, la reciente adopción obligatoria de las normas IFRS por parte de las empresas grandes y pymes en Chile han permitido la divulgación de información financiera más confiable, transparente y comparable para todo tipo de inversionistas. Estos elementos pueden tener efectos relevantes sobre la decisión de madurez de la deuda en empresas chilenas, estableciendo un nuevo foco de investigación para este mercado. Incluso, los alcances de tales efectos son vitales para la toma de decisiones de los diversos inversores en cuanto a la forma de distinguir a las empresas en las que invierten.

Nuestra investigación analiza los efectos de la propiedad extranjera y la adopción obligatoria de las IFRS sobre la madurez de la deuda de las empresas chilenas. Los aportes de este trabajo y sus implicancias a la discusión los resumimos en tres aspectos. Primero, nuestros resultados señalan que la propiedad extranjera afecta negativa y significativamente la madurez de la deuda. Incluso, este efecto es no lineal y tiene forma de U. La relación negativa es observable para bajos niveles de propiedad extranjera, en la que este tipo de propiedad ejercería un efecto de control sustituto con la deuda de largo plazo. Las firmas chilenas se caracterizan por una baja participación de inversores extranjeros en su estructura de propiedad, hecho que abre espacios relevantes para la expropiación de riqueza. Por ello la relación negativa descrita contribuiría a reducir tales espacios y a promover la convergencia de los intereses de la firma y los propietarios extranjeros a través de la emisión de deuda de corto plazo. Este resultado cobra mayor relevancia si consideramos que Chile es un país que ofrece baja protección legal a los inversores no controladores. En todo caso, cuando la propiedad extranjera supera el 50 % en las Pymes y el 60 % en empresas grandes, el efecto anterior se reversa y torna positivo. Sobre estos valores umbrales, los inversores extranjeros tomarían el control de las empresas y a través de la emisión de deuda de largo plazo complementarían y

prolongarían su rol de monitoreo.

Segundo, la adopción obligatoria de las normas IFRS tienen efectos significativos sobre la madurez de la deuda, aunque estos efectos varían de acuerdo al tamaño de las firmas. En firmas grandes la madurez de la deuda se reduce a causa de la adopción obligatoria de las IFRS, mientras que en las Pymes se incrementa. Nuestros resultados sugieren que los beneficios de reducir la asimetría de información y mitigar los problemas de agencia entre los inversores y la firma son valorados de forma diferenciada por estos tipos de empresas a través de la adopción de las IFRS. Para las Pymes, las cuales no divulgan información financiera, la adopción de estas normas reduce la asimetría de información que las caracteriza, permitiéndoles acceder a deuda de mayor plazo. Mientras que para las firmas grandes, los problemas de agencia son proporcionalmente más relevantes que la asimetría de información, y por ello la adopción de las IFRS es un medio que los mitiga a través de la deuda de corto plazo.

Tercero, aún cuando las firmas hayan adoptado las normas IFRS, la propiedad extranjera mantiene el efecto negativo sobre la madurez de la deuda. Este resultado sugiere que la percepción de potenciales conflictos de agencia es relevante, por lo que el rol de monitoreo de los propietarios extranjeros predomina sobre la madurez de la deuda. Sin embargo, cuando las firmas se pueden distinguir de acuerdo a su calidad crediticia, se observa que la adopción de las IFRS promueve la emisión de deuda de largo plazo. Ello indica que la posibilidad de distinguir la calidad de las firmas es una señal del menor grado de asimetría de información y las IFRS contribuyen a este proceso. Esta reducción de la asimetría de información es más valorada en las Pymes por parte de los inversores extranjeros, hecho que se relaciona positivamente con la emisión de deuda de largo plazo. Estos hallazgos confirman que a partir de la adopción obligatoria de las IFRS, los propietarios extranjeros facilitan la emisión de deuda de largo plazo en las Pymes con elevada calidad crediticia. Mientras que los mayores conflictos de agencia percibidos en firmas grandes obligan a emitir deuda de corto plazo, independientemente de la calidad de la firma. Estos resultados contribuyen a los distintos inversores a establecer parámetros en torno al tipo de firmas en las cuales invertir y cómo deben incidir en las decisiones corporativas.

Dada la importancia de las IFRS y de la propiedad extranjera, resultaría relevante extender esta línea investigativa hacia los potenciales efectos de esta norma en la gestión de las ganancias corporativas de las firmas chilenas. La posibilidad de manipular la información contable es un nuevo foco de análisis y el rol de los propietarios extranjeros y de las normas IFRS pueden ser importantes sobre estas prácticas discrecionales. Más aún considerando la débil protección legal que ofrece el entorno institucional de Chile.

Bibliografía

- [1] Alcock, J., Finn, F. and Keng, K., 2011. The determinants of debt maturity in Australian firms. *Accounting and Finance*. 52(2), 313-341.
- [2] Ang, J., Cole, R. and Lin, J., 2000. Agency costs and ownership structure. *Journal of Finance*. 55(1), 81-106.
- [3] Arslan, O., and Karan, M., 2006. Ownership and control structure as determinants of corporate debt maturity: A panel study of an emerging market. *Corporate Governance: An International Review*, 14(4), 312-324.
- [4] Azofra, V., Saona, P. and Vallelado, E., 2004. Estructura de propiedad y oportunidades de crecimiento como determinantes del endeudamiento de las empresas chilenas. *Revista Abante*, 7(2), 105-145.
- [5] Baba, N., 2009. Increased presence of foreign investors and dividend policy of Japanese firms. *Pacific-Basin Finance Journal*. 17(2), 163-174.
- [6] Bae, K., Tan, H. and Welker, M., 2008. International GAAP differences: the impact on foreign analysts. *The Accounting Review*. 83(3), 593-628.
- [7] Ball, R., Bushman, R., and Vasvari, F., 2008. The debt-contracting value of accounting information and loan syndicate structure. *Journal of Accounting Research*. 46(2), 247-287.
- [8] Ball, R., Xi, L., and Shivakumar, L., 2014. Mandatory IFRS adoption, fair value accounting and accounting information in debt contracts. Working paper, SSRN Electronic Journal.
- [9] Barclay, M., Marx, L. and Smith, C., 2003. The joint determination of leverage and maturity. *Journal of Corporate Finance*. 9(2), 149-167.
- [10] Barclay, M., and Smith, C., 1995. The maturity structure of corporate debt. *The Journal of Finance*. 50(2), 609-631.
- [11] Barth, M., Landsman, W. and Lang, M., 2008. International accounting standards and accounting quality. *Journal of Accounting Research*. 46(3), 467-498.

- [12] Benmelech, E., 2006. Managerial entrenchment and debt maturity: Theory and evidence. Working paper, Harvard University.
- [13] Beneish, M., Miller, B. and Yohn, T., 2015. Macroeconomic evidence on the impact of mandatory IFRS adoption on equity and debt markets. *Journal of Accounting and Public Policy*. 34(1), 1-27
- [14] Berger, P., Ofek, E. and Yermack, D., 1997. Managerial entrenchment and capital structure decisions. *The Journal of Finance*. 52(4), 1411-1438.
- [15] Bhat, G., Callen, J. and Segal, D. 2016. Testing the transparency implications of mandatory IFRS adoption: The spread/maturity relation of credit default swaps. *Management Science*. 62(12), 3472-3493.
- [16] Billet, M., King, T. and Mauer, D., 2007. Growth opportunities and the choice of leverage, debt maturity and covenants. *The Journal of Finance*. 62(2), 697-730.
- [17] Cao, L., Du, Y. and Hansen, J., 2017. Foreign institutional investors and dividend policy: Evidence from China. *International Business Review*. 26(5), 816-827
- [18] Chaplinsky, S. and Ramchand, L., 2004. The impact of SEC rule 144A on corporate debt issuance by international firms. *The Journal of Business*. 77(4), 1073-1098.
- [19] Chen, C. and Zhu, S., 2013. Financial reporting quality, debt maturity, and the cost of debt: Evidence from China. *Emerging Markets Finance and Trade*. 49(4), 236-253.
- [20] Chen, T., Chen, C., Wang, S. and Yao Y., 2015. The effects of financial reporting on bank loan contracting in global markets: Evidence from mandatory IFRS adoption. *Journal of International Accounting Research*. 14(2), 45-81.
- [21] Chevalier, A., Prasetyantoko, A. and Rokhim, R., 2006. Foreign ownership and corporate governance practices in Indonesia. Working paper.
- [22] Choi, Y. and Choi, J., 2013. The foreign ownership and the debt maturity structure. *International Journal of Digital Content Technology and its Applications*. 13(7), 491-495.
- [23] Cronqvist, H. and Fahlenbrach, R., 2009. Large shareholders and corporate policies. *The Review of Financial Studies*. 22(10), 3941-3976.
- [24] Dahlquist, M. and Robertsson, G., 2001. Direct foreign ownership, institutional investors, and firm characteristics. *Journal of Financial Economics*. 59(3), 413-440.

- [25] Dang, V., 2011. Leverage, debt maturity and firm investment: An empirical analysis. *Journal of Business Finance and Accounting*. 38(1) & (2), 225-258.
- [26] Daske, H., Hail, L., Leuz, C. and Verdi, R., 2008. Mandatory IFRS reporting around the world: Early evidence on the economic consequences. *Journal of Accounting Research*. 46(5), 1085-1142.
- [27] Daske, H., Hail, L., Leuz, C. and Verdi, R., 2013. Adopting a label: Heterogeneity in the economic consequences around IAS/IFRS adoptions. *Journal of Accounting Research*. 51(3), 495-547.
- [28] Datta, S., Iskandar-Datta, M. and Raman, K., 2005. Managerial stock ownership and the maturity structure of corporate debt. *Journal of Finance*. 60(5), 2300-2350.
- [29] De Franco, G., Vasvari, F. and Wittenberg-Moerman, R., 2009. The information role of bond analysts. *Journal of Accounting Research*. 47(5), 1201-1248.
- [30] De Fond, M., Hu, X., Hung, M. and Li, S., 2011. The impact of IFRS adoption on U.S. mutual fund ownership: The role of comparability. *Journal of Accounting and Economics*. 51, 240-258.
- [31] Diamond, D., 1991. Debt maturity structure and liquidity risk. *The Quarterly Journal of Economics*. 106(3), 709-737.
- [32] Ding, Y., Hope, O., Jeanjean, T. and Stolowy, H., 2007. Differences between domestic accounting standards and IAS: Measurement, determinants and implications. *Journal of Accounting and Public Policy*. 26(1), 1-38.
- [33] Dye, R., 1990. Mandatory versus voluntary disclosures: The cases of financial and real externalities. *Accounting Review*. 65(1), 1-24.
- [34] Easley, D. and O'Hara, M., 2004. Information and the cost of capital. *The Journal of Finance*. 59(4), 1553-1583.
- [35] Ezeoha, A., Ogamba, E. and Onyiuke, N., 2008. Corporate nationality, foreign control and capital structure decisions in Nigeria. *Corporate Ownership & Control*. 6(1-3), 371-381.
- [36] Flannery, M., 1986. Asymmetric information and risky debt maturity choice. *The Journal of Finance*. 41(1), 19-37.
- [37] Fleming, G., Heaney, R. and McCosker, R., 2005. Agency costs and ownership structure in Australia. *Pacific-Basin Finance Journal*. 13(1), 29-52.

- [38] Florou, A. and Kosi, U., 2008. IAS/IFRS Adoption and debt contracting: Evidence from the UK. Working paper SSRN Electronic Journal.
- [39] Florou, A. and Kosi, U., 2015. Does mandatory IFRS adoption facilitate debt financing?. *Review of Accounting Studies*. 20(4), 1407-1456.
- [40] Frost, C., 2007. Credit rating agencies in capital markets: A review of research evidence on selected criticisms of the agencies. *Journal of Accounting Auditing and Finance*. 22(3), 469-492.
- [41] Gillan, S. and Starks, L., 2003. Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: a global perspective. *Journal of Applied Finance*. 13(2), 4-22.
- [42] Gompers, P., Ishii, J. and Metrick, A., 2003. Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*. 118(1), 107-155.
- [43] Guney, Y. and Ozkan, A., 2005. New insights on the importance of agency costs for corporate debt maturity decisions. *Applied Financial Economics Letters*. 1(4), 233-238.
- [44] Hail, L., Leuz, C. and Wysocki, P., 2010. Global accounting convergence and the potential adoption of IFRS by the US (Part I): Conceptual underpinnings and economic analysis. *Accounting Horizons*. 24(3), 355-394.
- [45] Harford, J., Li, K. and Zhao, X., 2008. Corporate boards and the leverage and debt Maturity choices. *International Journal of Corporate Governance*, 1(1), 3-27.
- [46] Jensen, M. and Meckling, W., 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and capital structure. *Journal of Financial Economics*. 3(4), 305-360.
- [47] Jeon, J., Lee, C. and Moffett, C., 2011. Effects of foreign ownership on payout policy: Evidence from the Korean market. *Journal of Financial Markets*. 14(2), 344-375.
- [48] Jiraporn, P. and Tong, S., 2008. Debt maturity structure, agency costs and firm value. Working paper, Pennsylvania State University.
- [49] Johnson, S., 2003. Debt maturity and effects of growth opportunities and liquidity risk on leverage. *Review of Financial Studies*. 16(1), 209-236.
- [50] Jones, G., 2006. Nationality and multinationals in historical perspective. Harvard Business Review, October

- [51] Kim, J., Tsui, J. and Yi, C., 2011. The voluntary adoption of international financial reporting standards and loan contracting around the world. *Review of Accounting Studies*. 16(4), 779-811.
- [52] Kimura, F. and Kiyota, K., 2007. Foreign-owned versus domestically-owned firms: economic performance in Japan. *Review of Development Economics*. 11(1), 31-48.
- [53] Kosi, U. and Florou, A., 2009. The economic consequences of mandatory IFRS adoption for debt financing. Working Paper No. MRTN-CT-2006-035850 INTACCT.
- [54] Lambert, R., Leuz, C. and Verrecchia, R., 2007. Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*. 45(2), 385-420.
- [55] Lasfer, M., 1999. Debt structure, agency costs and firm's size: An empirical investigation. Working paper, City University Business School, London
- [56] Leland, H., 1998. Agency costs, risk management and capital structure. *Journal of Finance*. 53(4), 1213-1243.
- [57] Leuz, C. and Verrecchia, R., 2000. The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research*. 38, 91-124.
- [58] Li, K., Yue, H. and Zhao, L., 2006. Ownership, institutions, capital structure: Evidence from Chinese firms. Working Paper, Sauder School of Business, University of British Columbia.
- [59] Li, S., 2010. Does mandatory adoption of international financial reporting standards in the European Union reduce the cost of equity capital?. *The Accounting Review*. 85(2), 607-636.
- [60] Lima, V., Sampaio, G. and Gotti, G., 2016. Effects of the adoption of IFRS on the credit market: Evidence from Brazil. Working paper from The International *Journal of Accounting Symposium*, June 2016.
- [61] Muñoz, J. and Sepúlveda, S., 2016. Does managerial discretion affect debt maturity in Chilean firms? An agency cost and asymmetric information approach. *Ecos de Economía: A Latinamerican Journal of Applied Economics*. 20(43), 65-87.
- [62] Myers, S., 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*. 5(2), 147-175.

- [63] Myers, S. and Majluf, N., 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*. 13(2), 187-221.
- [64] Nguyen, P., 2012. The impact of foreign investors on the risk-taking of Japanese firms. University of Technology Sydney, MPRA Paper No. 38991
- [65] Ozkan, A., 2000. An empirical analysis of corporate debt maturity structure. *European Financial Management*. 6(2), 197-212.
- [66] Ozkan, A., 2002. The determinants of corporate debt maturity: Evidence from UK firms. *Applied Financial Economics*. 12(1), 19-24.
- [67] Papke, L. and Wooldridge, J., 1996. Econometric methods for fractional response variables with an application to 401 (K) plan participation rates. *Journal of Applied Econometrics*. 11, 619-632.
- [68] Schmukler, S. and Vesperoni, E., 2006. Financial globalization and debt maturity in emerging economies. *Journal of Development Economics*. 79(1), 183-207
- [69] Sengupta, P., 1998. Corporate disclosure quality and the cost of debt. *The Accounting Review*. 73(4), 459-474.
- [70] Shleifer, A. and Vishny, R., 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*. 94(3), 461-488.
- [71] Stohs, M. and Mauer, D., 1996. The determinants of corporate debt maturity structure. *The Journal of Business*. 69(3), 279-312.
- [72] Tanaka, T., 2015. Managerial discretion and the maturity structure of corporate public debt: Evidence from Japan. Working paper, Ritsumeikan University.
- [73] Verrecchia, R., 2001. Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*. 32(1-3), 97-180.
- [74] Zhang, J., 2008. The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers. *Journal of Accounting and Economics*. 45(1), 27-54.