

ESTRUCTURA DE DEUDA CORPORATIVA Y EL MERCADO DE CRÉDITOS SINDICADOS EN MÉXICO

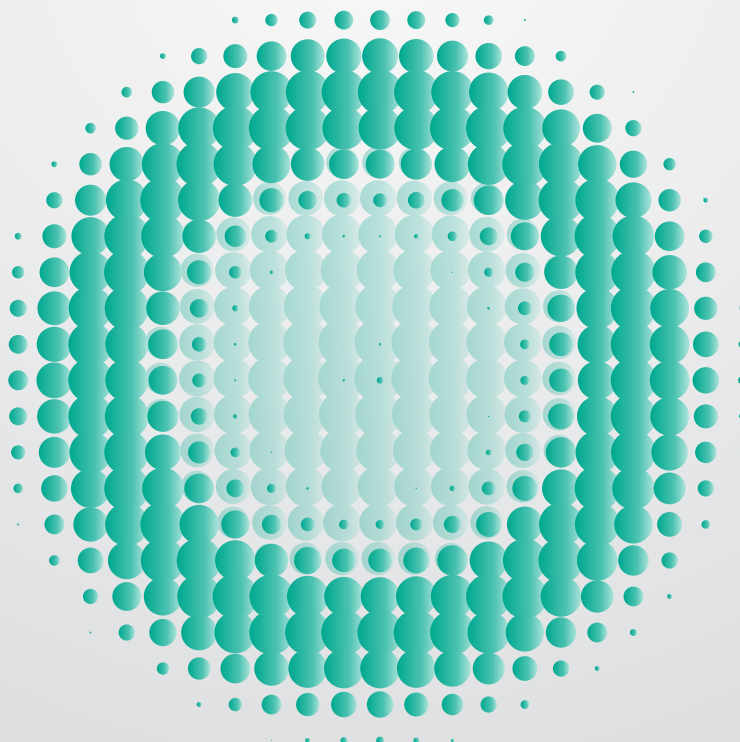
**VERSIÓN APLICADA DE LA SERIE
DE DOCUMENTOS DE TRABAJO**

2015–02

Mercedes Adamuz ITAM

Janko Hernández ITAM

Jorge O. Moreno ITAM



ESTRUCTURA DE DEUDA CORPORATIVA Y EL MERCADO DE CRÉDITOS SINDICADOS EN MÉXICO

1. Introducción

La decisión de financiamiento de proyectos de inversión de las empresas es uno de los grandes temas de análisis de las finanzas corporativas. El estudio de estas decisiones es relevante, particularmente en economías emergentes como la mexicana, dado que el acceso al mercado de capitales es limitado, y los mecanismos tradicionales de crédito pueden ser restringidos o costosos para las empresas. El presente trabajo contribuye al estudio de los mecanismos de financiamiento vía deuda de las empresas mexicanas al identificar los determinantes en el uso relativo de dos de los principales instrumentos de financiamiento: emisión de certificados bursátiles y el crédito sindicado.

Consistente con la teoría de selección secuencial de financiamiento de acuerdo a costos de fondeo (*pecking order theory*), los instrumentos de deuda suelen ser la principal fuente de financiamiento externa de las grandes empresas. Sin embargo la complejidad de las necesidades de liquidez por parte de las empresas motivaron la creación de instrumentos de deuda innovadores y flexibles en su implementación. Durante la década de los 90s la competencia creciente en el sector financiero ejercida por instituciones no bancarias, el desarrollo de los mercados de crédito secundario y las fusiones y adquisiciones en el sector favorecieron el crecimiento en la demanda de un nuevo instrumento de deuda: el crédito sindicado.

Un crédito sindicado es un crédito donde al menos dos acreedores se unen para fondear una empresa. Legalmente cada miembro del sindicato tiene un acuerdo separado con la empresa, pero los términos del contrato son idénticos para todos los participantes del sindicato. Los intermediarios

del sindicato acuerdan compartir las pérdidas asociadas proporcionalmente. La unanimidad es requerida para cambiar los términos del contrato sindicado como principal, intereses, vencimiento o colateral. Sin embargo, la renegociación de términos menores como la ruptura técnica de una cláusula requiere menos que la unanimidad.

Desde el punto de vista del deudor un crédito sindicado ofrece una serie de importantes ventajas. Estos créditos son más fáciles de liquidar, de renegociar y de cancelar que otros títulos de deuda. Los créditos sindicados se forman con un número relativamente pequeño de acreedores bien organizados que actúan uniformemente contra cualquier problema de repago. También facilita el levantamiento de grandes sumas de dinero que de otra forma se hubieran obtenido a través de una serie de contratos de deuda bilaterales. Este tipo de crédito implica costos de administración menores y cláusulas de difusión de información con mayor privacidad que bonos u otros instrumentos de financiamiento bursátil.

La literatura teórica y empírica ha centrado su atención en la elección de las empresas entre la emisión pública de títulos de deuda y la de créditos bancarios simples. En dichos estudios se enfatizan las ventajas del financiamiento privado sobre el público en términos de eficiencia en el monitoreo, del acceso a la información privada y de la eficiencia en la liquidación y renegociación en casos de estrés financiero. Para las grandes empresas, los créditos sindicados son una alternativa al financiamiento vía emisión de bonos ya que con ellos se pueden levantar montos equivalentes.

En el presente trabajo de investigación se extiende la literatura sobre la elección de las empresas entre emitir deuda pública o emitir un crédito sindicado en un país emergente como México. Los escasos estudios empíricos existentes sobre este tema utilizan datos de empresas de EEUU, Europa y Asia. Ofrecemos evidencia de la relación entre la calificación crediticia, el tamaño y la proporción de activos fijos sobre los activos totales con la elección entre estas dos fuentes de deuda.

El resto de este documento se organiza de la siguiente manera. La sección 2 está dedicada a describir los datos utilizados para el estudio estadístico. La sección 3 explica la metodología seguida y se discuten algunos de los resultados obtenidos. Finalmente en la última sección concluimos con algunas de las implicaciones de política pública derivadas del trabajo.

2. Descripción de los datos

Nuestra muestra incluye información de empresas mexicanas listadas en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) y cubre el periodo 2004–2011. Para probar nuestras hipótesis construimos una base de datos combinando información obtenida directamente de los reportes anuales de las empresas que cotizan en la BMV e información provista por Capital IQ. Excluimos las empresas financieras y aquellas que no tuvieron todos los reportes anuales de los años considerados. La muestra quedó conformada por 78 empresas y la frecuencia de todos nuestros datos es anual.

Utilizamos datos sobre las decisiones incrementales de financiamiento a partir del análisis de los estados financieros de este grupo de empresas mexicanas. De los reportes financieros anuales se puede extraer información sobre los créditos relevantes que la empresa mantiene o firma durante el año fiscal. Sólo nos fijamos en la nueva emisión de certificados bursátiles y/o la contratación de un crédito sindicado.

Consideramos que el estudio de la composición media de la deuda de una empresa utilizando el balance de ésta no es adecuado ya que en éste a menudo no se puede distinguir entre deuda privada y deuda pública, entre deuda bancaria y no bancaria. Los datos obtenidos a partir de esta metodología implicaría utilizar promedios en el tiempo de las decisiones de financiamiento y esto puede llevar a errores de medición y sesgo en los resultados. Por otra parte, en los estudios basados en las decisiones financieras incrementales se identifica claramente el tipo de deuda que una empresa utiliza.

El extraer la información de los informes anuales nos permite enfocarnos en la elección de las empresas entre la emisión de bonos domésticos y la contratación de un crédito sindicado, dos instrumentos que desempeñan funciones similares. Podemos afirmar que los créditos sindicados son la única alternativa al financiamiento mediante emisión de deuda pública para grandes empresas.

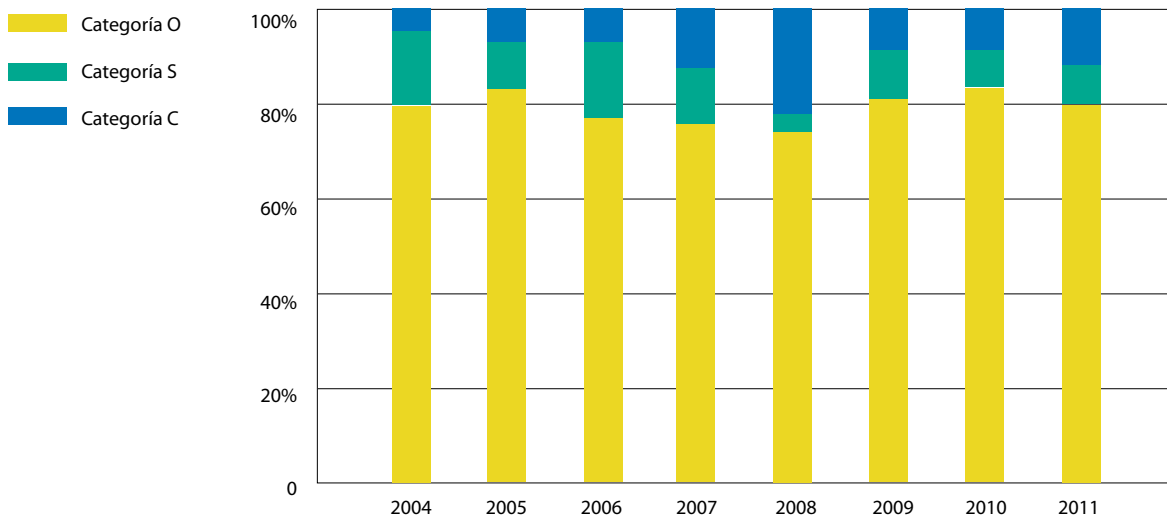
Para nuestros modelos estadísticos, construimos la variable dependiente denominada tipo de deuda como una variable categórica que puede tomar 3 valores. La categoría 0 consiste es aquellas empresas que no emitieron ese año certificados bursátiles ni contrataron ningún nuevo crédito sindicado. La categoría S está formada por aquellas empresas que contrataron un nuevo crédito

sindicado y no emitieron en el mercado nacional certificados bursátiles. Finalmente, la categoría C se asignará a empresas que emitieron certificados y no firmaron créditos sindicados. En nuestra muestra sólo tenemos 5 observaciones, en los 8 años, donde la empresa emitió ambos tipos de deuda. Es por esta razón que omitimos una posible cuarta categoría. Cabe decir que la emisión de bonos considerada es sólo la nacional, ya que no disponíamos de la información sobre emisiones de bonos en mercados internacionales.

Una variable importante para el análisis es el sector económico de la empresa. Utilizamos la clasificación NAICS (North American Industry Classification System) agrupando el sector 6 y 7 en uno sólo y excluyendo el sector 1. Esto último por no tener ninguna empresa del mismo en nuestra muestra. El sector 2 (donde está el 14.1% de nuestra muestra) consiste en empresas dedicadas a la minería, extracción de petróleo y gas, y las constructoras. En el sector 3, o sector manufacturero, se encuentra la mayoría de nuestras empresas (46.2%). Le siguen las empresas del sector 4 (con 20.5%) de comercio y transporte. En el sector 5 se encuentran las empresas de telecomunicaciones e información (10.3%). Finalmente, el sector 6_7 incluye actividades diversas como hotelería, restaurantes, educación, y salud privada (9%).

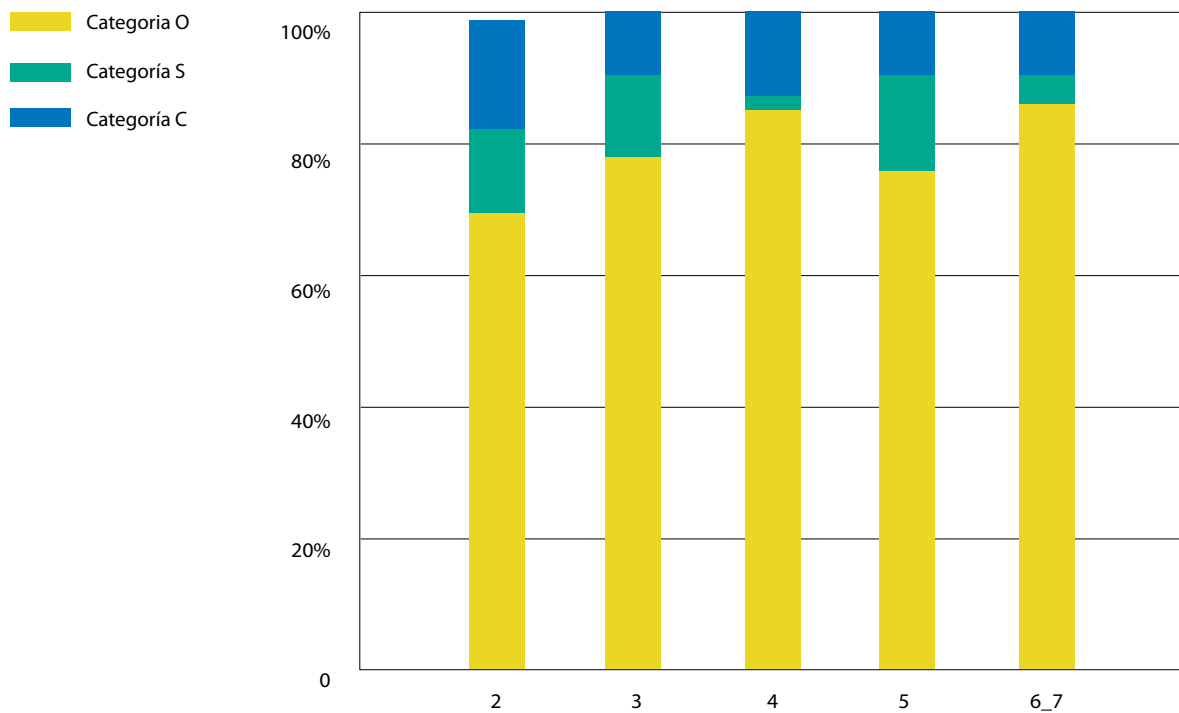
Como en nuestros modelos econométricos emplearemos las variables de año y sector como controles, en las siguientes figuras mostramos la distribución de la variable dependiente por año y sector.

Gráfica 2.1. Categorías por Año



Como podemos observar en el periodo considerado la mayoría de las empresas ni emitieron deuda pública de largo plazo ni obtuvieron créditos sindicados. El porcentaje máximo de empresas que obtuvieron un crédito sindicado en un año no supera el 15%. La evolución del porcentaje de las empresas que emitieron deuda pública muestra el impacto de la crisis financiera de 2008 en los mercados de deuda. La tendencia alcista que venía mostrando en el uso de este instrumento se rompe en 2008 y no se recupera hasta 2011.

Gráfica 2.2 Categorías por Sector



El sector donde hay un porcentaje mayor de empresas que obtienen créditos sindicados es el sector 5, donde se incluyen las empresas de telecomunicaciones e información. En la emisión de certificados bursátiles destaca el sector 2, que incluye a las empresas dedicadas a la minería, extracción de petróleo y gas y a las empresas constructoras.

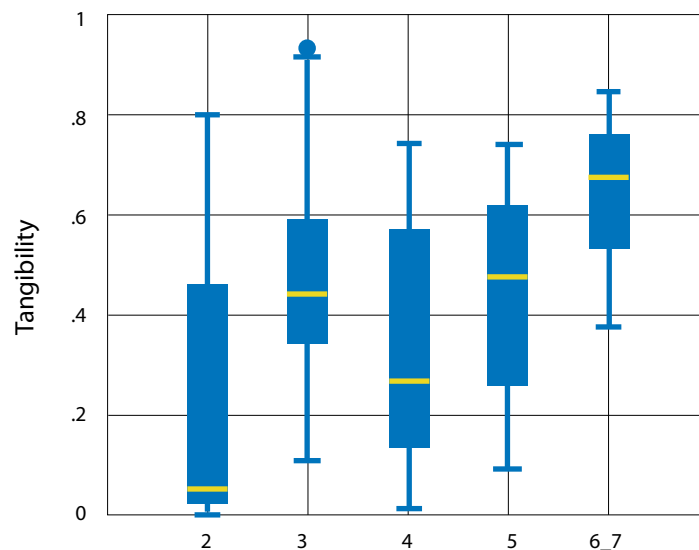
Las tres variables principales que utilizaremos para describir las características de cada empresa son una para medir tamaño, otra para medir importancia de activos fijos y la tercera para medir calidad crediticia. Las variables las denominamos $\ln_activos$, $tangibilidad$, y z_score . La variable



$\ln_activos$ se calculó como el logaritmo natural de los activos de la empresa. El rango promedio de los activos de las empresas de nuestra muestra (antes de tomar logaritmo) está entre los 9,082 y 16,430 millones de pesos. Durante el periodo de 2004 a 2011 se observa que la media de esta variable ha aumentado, así como la dispersión de su distribución.

La variable que captura la importancia de los activos fijos la llamaremos tangibilidad. Esta variable es definida como el cociente entre el valor de los activos tangibles y el total de activos de una empresa. En nuestra muestra los activos fijos representan en promedio aproximadamente el 40% de los activos totales. Es interesante notar que dicho promedio decae en el periodo considerado. Como esta razón financiera presenta un comportamiento diferente según la industria, y es una de las características que distingue a cada sector, la figura 2.3 muestra su distribución por sectores.

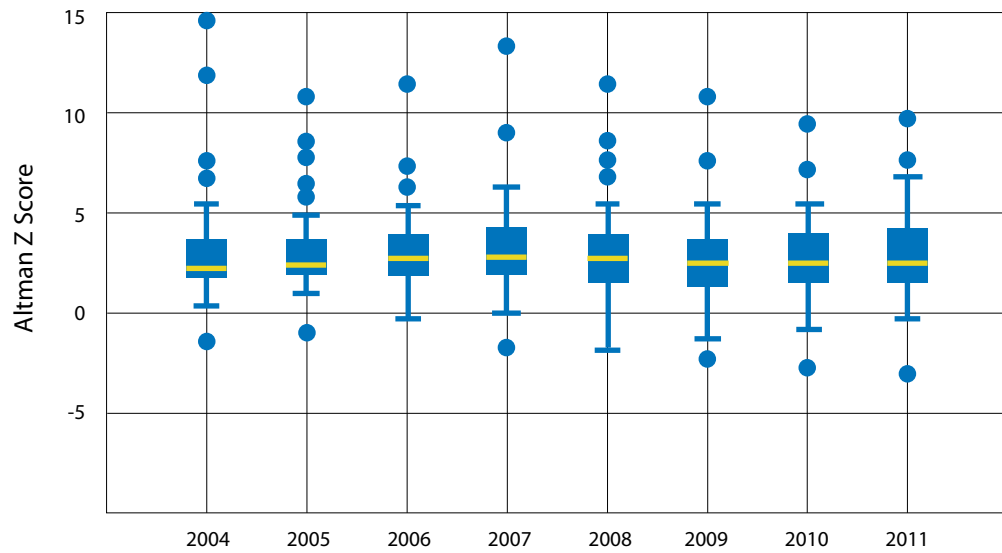
Figura 2.3 Tangibilidad por Sector



Finalmente la variable z_score es la Z score de Altman provista por Capital IQ y la utilizaremos como proxy de la calidad crediticia de la empresa. Según esta clasificación, la zona riesgosa se define para valores menores a 1.81 e incluye a empresas con alta probabilidad de quiebra. La zona segura consiste en los valores mayores a 2.99 e incluye a empresas financieramente sanas. Finalmente, los valores intermedios son considerados como la zona de ignorancia. En nuestra

muestra, la calidad crediticia promedio de las empresas sufre un cambio significativo en la tendencia creciente en 2008. En la figura 2.4 se muestra la evolución de esta variable.

Figura 2.4 Evolución Calidad Crediticia



3. Resultados

En esta sección se modela empíricamente la elección del tipo de emisión de deuda (con respecto a no emitir) utilizando un modelo logit multinomial. Este tipo de modelo nos permite estimar en cuánto se incrementa o decrementa la probabilidad de emitir solo crédito sindicado (categoría S) o solo certificado bursátil (categoría C), con respecto a no emitir ninguno de los dos tipos de deuda (categoría base 0) para cada año de la muestra.

El modelo es capaz de estimar estos cambios marginales de probabilidad bajo diferentes escenarios que se presentan en este documento. Típicamente se estima dicho efecto marginal dejando todas las variables fijas, exceptuando a una de ellas y que se incrementa en una unidad. Se pueden considerar escenarios más complejos.

En un primer análisis de nuestra muestra se encontró que con respecto a la categoría base 0, empresas de mayor tamaño tienen una mayor probabilidad tanto de emitir crédito sindicado como certificados bursátiles. Más precisamente, para un aumento en una unidad de $\ln_activos$, la probabilidad de elegir la categoría S sobre la 0 aumenta en 3.7% como promedio. De igual forma, la probabilidad de elegir la categoría C sobre la 0 aumenta en 6% como promedio.

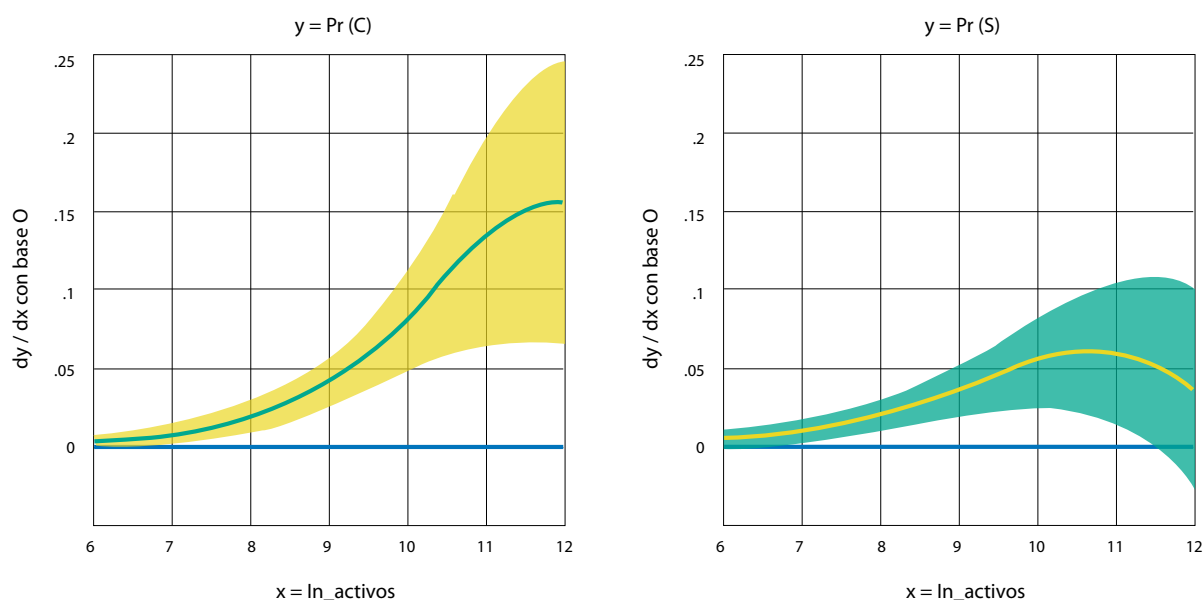
Por su parte, el incremento en la tangibilidad de los activos incrementa la probabilidad de emisión de crédito sindicado, y reduce la probabilidad de emisión de certificados bursátiles. Para un aumento del 10% en tangibilidad, la probabilidad de elegir S sobre 0 aumenta en 2.15%, mientras que la de C sobre 0 disminuye en 2.1%, como promedio.

Finalmente, un incremento de 1 unidad de z_score reduce la probabilidad de elección de crédito sindicado en 1.7% como promedio. O dicho de otra manera, a mayor riesgo de insolvencia, mayor la probabilidad de elegir esta fuente de fondeo. Sin embargo, esta variable presenta un efecto que no es significativo para la emisión de certificados bursátiles. En cuanto al comportamiento por industria, encontramos que con respecto al sector 2, los sectores 4 y 6_7 reducen la probabilidad de emisión de crédito sindicado en 19.7% y 18.5% respectivamente, y que el sector 6_7 tiene una mayor probabilidad de emitir deuda a través de certificados bursátiles, siendo este efecto marginal de 25.9%.

Es importante recalcar que todos los efectos anteriormente descritos son en promedio. Un análisis más profundo muestra claramente que los efectos marginales no son uniformes en intensidad, e incluso en signo, a lo largo de todo el rango de valores de cada variable.

La siguiente figura muestra que en el caso de emisión de certificados bursátiles, el efecto marginal en probabilidad es positivo y estadísticamente significativo a lo largo de todo el rango de valores de la variable. Para los créditos sindicados, es positivo y significativo solo hasta un tamaño de 11.5. Además, el efecto del tamaño de la empresa es más importante en el aumento de la probabilidad de emisión de certificados bursátiles que en la de créditos sindicados.

Figura 3.1 Efectos marginales promedio con intervalos de confianza al 95%: Diferentes niveles de $\ln_activos$

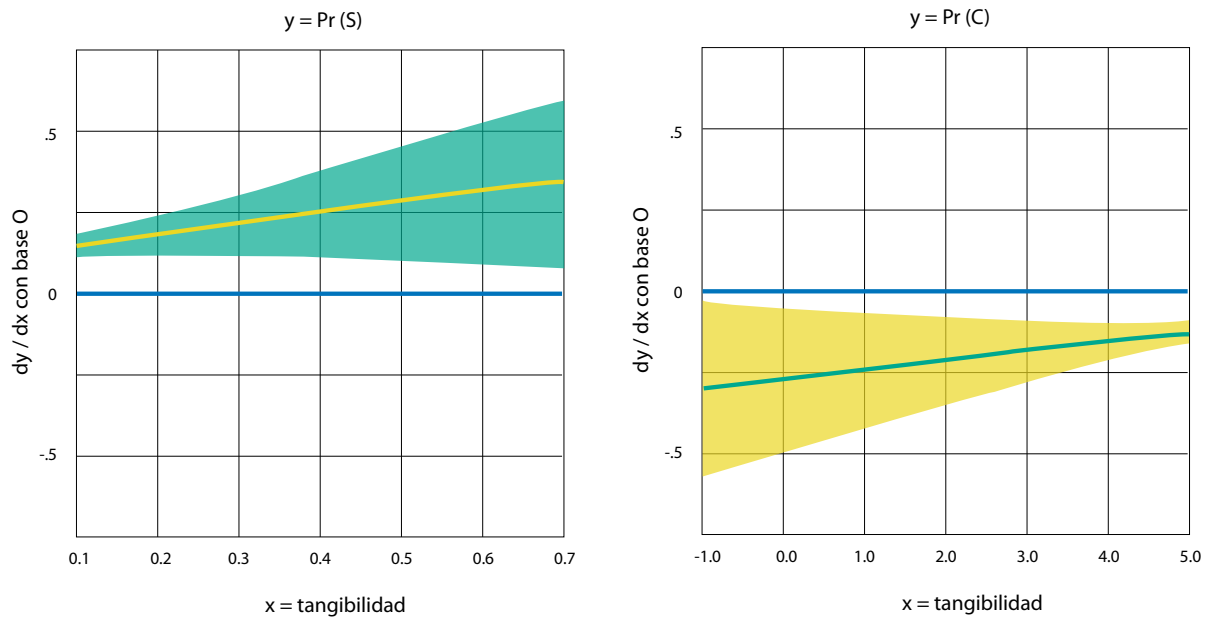


De acuerdo con la literatura, la hipótesis de los costos de emisión nos dice que las emisiones de deuda pública en los mercados domésticos suelen implicar costos en la forma de comisiones de registro, costos legales y contables. La emisión de deuda privada evita algunos de estos costos. Dado el alto componente de costo fijo en estos costos de emisión es probable que haya economías de escala en la emisión de deuda pública. Si utilizamos como proxy de estos costos el tamaño de la empresa, la hipótesis teórica queda confirmada empíricamente por nuestro estudio. El mismo argumento aplicado para los créditos sindicados nos diría que la probabilidad de emitir un crédito sindicado debería

augmentar si la empresa es de menor tamaño. El menor tamaño limita su capacidad de obtener fondos en el mercado público dado que los altos costos fijos hacen que la emisión de bonos no sea económicamente viable. Sin embargo, este argumento queda refutado por nuestro análisis empírico.

Para la variable tangibilidad, la figura 3.2 muestra que el efecto sobre la probabilidad de emisión es uniforme en signo y significancia estadística para ambos tipos de emisión de deuda. En este caso, tangibilidad es una métrica asociada a la capacidad de la empresa para contar con colateral y enfrentar las obligaciones crediticias en caso de quiebra. Las estimaciones del modelo muestran que la tangibilidad tiene un efecto marginal positivo y significativo en la emisión de crédito sindicado para todo el rango de la variable, mientras que esta misma variable tiene un efecto marginal negativo y significativo en la emisión de certificados bursátiles, también sobre todo el rango de valores relevantes.

Figura 3.2 Efectos marginales promedio con intervalos de confianza al 95%: Diferentes niveles de tangibilidad



La literatura económica, de información asimétrica y de costos de agencia nos dice que las empresas que son más difíciles de monitorear contratarán deuda privada. Por ejemplo, en costos de agencia

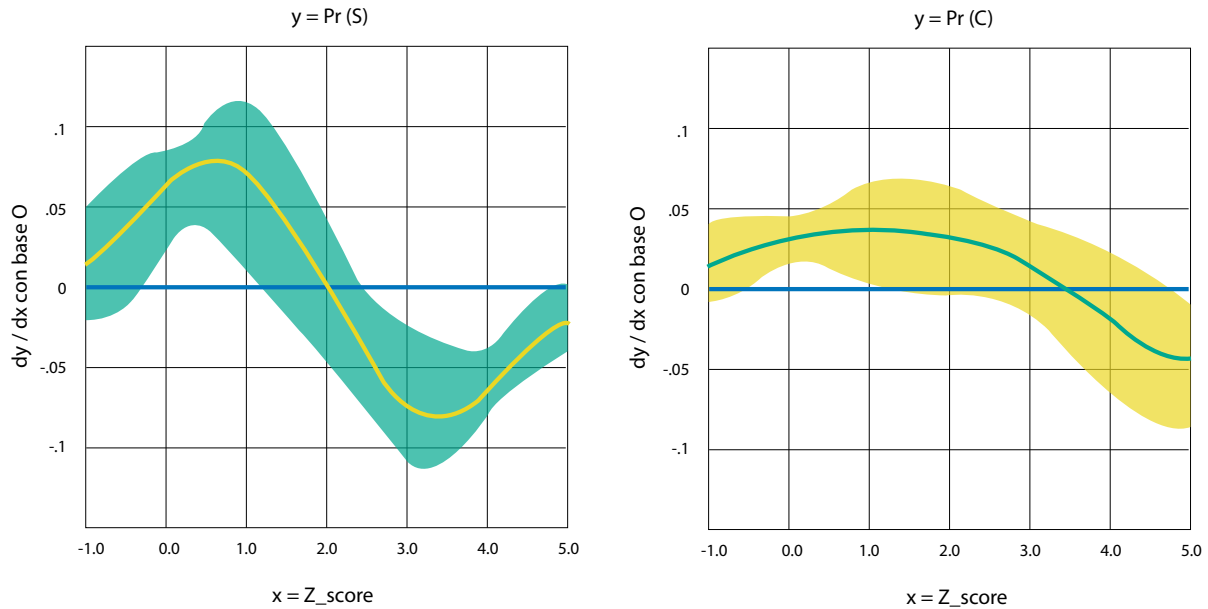
vinculados al financiamiento con deuda se argumenta que los bancos son los intermediarios que proveen servicios de monitoreo de forma más eficiente. Para reducir el problema de riesgo moral los acreedores demandarán cláusulas más restrictivas y colaterales. Utilizando tangibilidad como proxy para el valor de los activos colateralizables, de debería observar que la probabilidad contratar un crédito sindicado debería aumentar con la variable tangibilidad. Esto es precisamente lo que se observa en el lado izquierdo de la figura 3.2. Este efecto incrementa con el valor tangibilidad. El lado derecho de la gráfica complementa el razonamiento, y muestra una clara preferencia del crédito sindicado sobre la emisión de deuda pública, para empresas con mejor colateral.

El análisis es un poco más complejo en el caso de la variable z_score , puesto que los efectos marginales no son uniformes respecto a dicha variable. Esto significa que para algunos valores de la variable el efecto marginal en la probabilidad es negativo, mientras que para otros es positivo. Para capturar este efecto, añadimos un término cuadrático en z_score a nuestro modelo logit multinomial.

La figura 3.3 muestra el efecto marginal promedio del Z-score para el rango de valores entre -1 y 5, donde se encuentra la mayoría de nuestras empresas. El conjunto de efectos marginales permite concluir que hay un efecto no lineal de la calidad crediticia en la probabilidad elección del tipo de deuda. Así, para valores pequeños del Z-score (aproximadamente entre -0.4 y 1.1) el efecto de esta variable está asociado a un incremento significativo en la probabilidad de emitir crédito sindicado con respecto a la categoría base. Sin embargo niveles muy altos en el Z-score (superiores a 2.5) reducen significativamente la probabilidad de emisión de crédito sindicado.

Por contraparte, el efecto del Z-score sobre la probabilidad de emisión de certificados bursátiles es positivo y relevante en un rango comprendido entre -0.6 y 1.4, y el efecto desaparece en valores mayores a este rango, para posteriormente volverse negativo en valores de Z-score muy altos (en particular valores superiores a 4.8). En resumen, la probabilidad de emitir ambos tipos de deuda aumenta significativamente para empresas en la zona riesgosa, mientras que disminuye significativamente para empresas en la región segura. El efecto marginal del Z-score no es significativo justo en la zona de ignorancia. También podemos destacar que los efectos marginales son más altos para la categoría S que para la C.

Figura 3.3 Efectos marginales promedio con intervalos de confianza al 95%: Diferentes niveles de Z-score

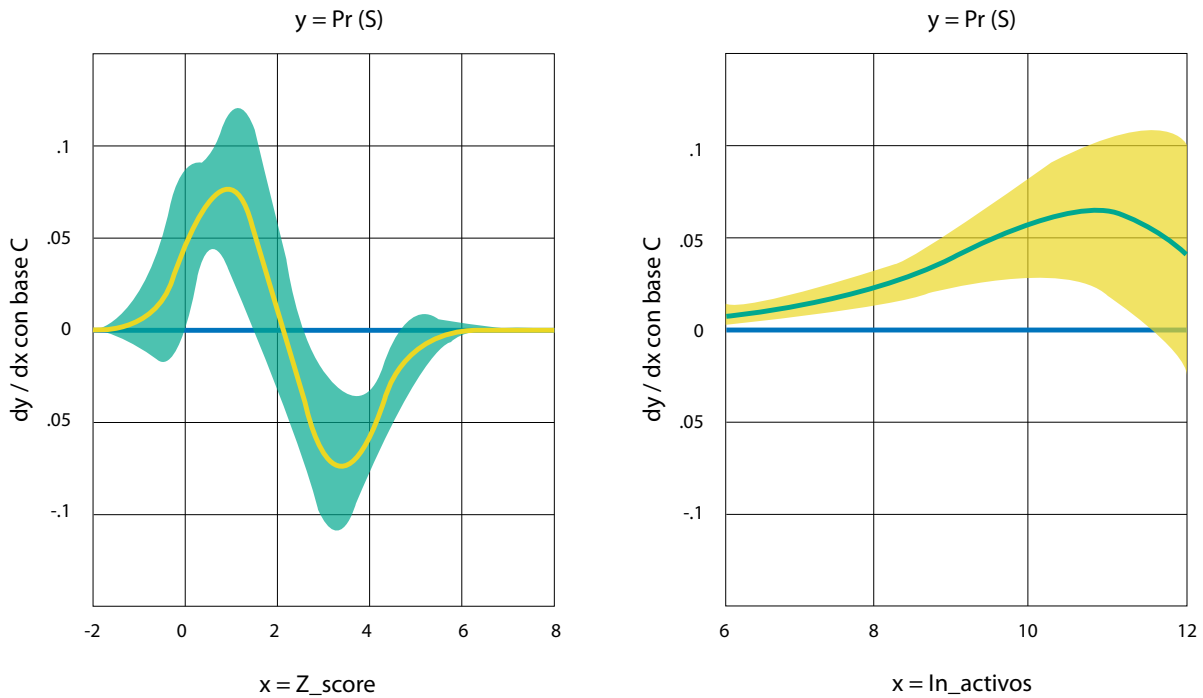


De acuerdo con la literatura, la hipótesis de renegociación y/o liquidación argumenta que las empresas que tienen una alta probabilidad ex ante de caer en situación de estrés financiero tienen menor probabilidad de emitir bonos corporativos públicos. Esto es porque la renegociación en caso de quiebra es difícil cuando hay muchos acreedores. En un crédito sindicado el número de acreedores es mucho menor por lo que se esperaría que, siguiendo dicho argumento, los créditos sindicados fueran el instrumento preferido para empresas con una peor calidad crediticia. La Figura 3.3 confirma solo parcialmente esta hipótesis, debido al efecto cuadrático significativo en el Z-score. Tal como esperábamos, para empresas en la zona riesgosa hay un aumento en la probabilidad de emitir créditos sindicados. Pero lo mismo ocurre con la probabilidad de emitir certificados bursátiles cuando esperábamos el efecto contrario. Para aclarar este punto, analizaremos a continuación en qué caso se prefiere un tipo de deuda sobre la otra.

En los análisis anteriores pudimos ver como el aumento en la tangibilidad favorece la elección de créditos sindicados sobre la emisión de deuda pública. Sin embargo, para las variables Z-score y tamaño de la empresa no quedó claro que un tipo de deuda sea preferible sobre el otro. Para discernir esta cuestión, utilizamos exactamente el mismo modelo Logit multinomial, pero tomando esta vez la

categoría C como base (en vez de la 0). Esto nos permitió calcular el efecto marginal en la probabilidad de elegir crédito sindicado, respecto a la emisión de certificados bursátiles. La figura 3.4 muestra los efectos marginales promedios para las variables Z-score y tamaño de la empresa.

Figura 3.4 Efectos marginales promedio con intervalos de confianza al 95%: Diferentes niveles de Z-score y ln_activos. Base Categoría C



El lado izquierdo de la figura nos muestra que para empresas demasiado riesgosas o demasiado seguras, no se observa una desviación significativa del cero. Esto quiere decir que estadísticamente no podemos discernir preferencias de un tipo de crédito sobre el otro. Sin embargo, para empresas con un Z-Score entre -0.3 y 1.1 (en la zona riesgosa) hay un aumento significativo de la probabilidad de elegir crédito sindicado sobre deuda pública. Además, para un Z-Score entre 2.5 y 4.9 (la zona segura empieza en 2.99) se invierte el efecto, prefiriéndose la emisión de certificados bursátiles. Esto está en perfecta concordancia con las hipótesis sobre renegociación y liquidación. El lado derecho de la figura 3.4 nos dice que salvo para las empresas más grandes de la muestra, la hipótesis sobre costos de emisión queda refutada, pues las empresas parecen favorecer el crédito sindicado sobre la deuda pública. Este efecto aumenta con el tamaño, para luego decaer levemente.

4. Conclusiones

La selección de un método de financiamiento obedece tanto a las necesidades como al contexto de la empresa que lo obtiene. El crédito sindicado y los certificados bursátiles representan mecanismos de financiamiento alternativos al crédito bancario tradicional. Constituyen instrumentos viables para permitir a las empresas acceder a fondos que les permitan invertir y crecer. Por ejemplo, cuando las necesidades de liquidez de las empresas son grandes para proyectos potencialmente riesgosos, un crédito sindicado opera como un recurso de financiamiento alternativo que permite a los bancos diversificar su portafolio sin asumir una alta exposición en un solo contrato. De hecho, al syndicar un crédito un banco no compromete tantos recursos y éstos pueden ser empleados en el financiamiento de otros proyectos.

Además, este mecanismo no genera distorsiones adicionales al mercado como podría ser un incremento en el riesgo de un banco al permitir diversificar ese riesgo a lo largo del sistema a través de los participantes del sindicato. Además, los créditos sindicados se forman con un número relativamente pequeño de acreedores bien organizados que actúan uniformemente contra cualquier problema de repago. La posibilidad de renegociación de la deuda en casos de estrés financiero es un aspecto positivo que puede mejorar las posibilidades de supervivencia de una empresa en problemas.

En particular nuestro trabajo muestra que la selección de crédito sindicado está significativamente vinculada a características de la empresa como calidad crediticia, tamaño, tangibilidad de sus activos, y sector económico en el que opera.

Las estimaciones de nuestro trabajo sugieren que los efectos promedio de cada una de estas variables de la empresa no capturan toda la información relevante sobre el impacto que tienen sobre la probabilidad de usar un crédito sindicado. En el caso de la calidad crediticia, esta variable no posee un efecto uniforme en signo a lo largo de todo su rango. El efecto marginal sobre la probabilidad de obtener crédito sindicado es inicialmente positivo y significativo para valores bajos de Z-score, y posteriormente es negativo y significativo para valores altos. Esto significa que para empresas riesgosas hay un aumento significativo de la probabilidad de elegir crédito sindicado sobre deuda

pública, mientras que para empresas seguras se invierte el efecto, prefiriéndose la emisión de certificados bursátiles.

Empresas con mejor colateral tienen mayor probabilidad de emitir crédito sindicado y menor probabilidad de emitir deuda pública. Finalmente, los resultados también sugieren que empresas de mayor tamaño tienen mayor probabilidad de emitir ambos tipos de deuda. Este hallazgo es consistente con estudios anteriores con respecto a la emisión de deuda pública, pero no con respecto a contratar créditos sindicados.

Resulta importante que ante la creciente necesidad de promover el crédito en México, sobre todo el de infraestructura, se entiendan las ventajas y condiciones legales para que el crédito sindicado sea utilizado como instrumento que provee de liquidez.

3. Bibliografía

1. Altunbaş, Y., Kara, A., Marqués-Ibáñez, D., 2010. Large debt financing: syndicated loans versus corporate bonds. *The European Journal of Finance* 16 (5), 437–458.
2. Berlin, M., Loeys, J., 1988. Bond covenants and delegated monitoring. *The Journal of Finance* 43 (2), 397–412.
3. Berlin, M., 2007. Dancing with wolves: syndicated loans and the economics of multiple lenders. *Business Review* 42 (Q3), 1–8.
4. Blackwell, D., Kidwell, D., 1988. An investigation of cost differences between public sales and private placements of debt. *Journal of Financial Economics* 22 (2), 253–278.
5. Bolton, P., Freixas, X., 2000. Equity, bonds, and bank debt: Capital structure and financial market equilibrium under asymmetric information. *Journal of Political Economy* 108 (2), 324–351.
6. Bolton, P., Scharfstein, D., 1996. Optimal debt structure and the number of creditors. *Journal of Political Economy* 104 (1), 1–25.
7. Boyd, J., Prescott, E., 1986. Financial intermediary-coalitions. *Journal of Economic Theory* 38 (2), 211–232.
8. Cantillo, M., Wright, J., 2000. How do firms choose their lenders? An empirical investigation. *Review of Financial studies* 13 (1), 155–189.
9. Chemmanur, T., Fulghieri, P., 1994. Reputation, renegotiation, and the choice between bank loans and publicly traded debt. *Review of Financial Studies* 7 (3), 475–506.

10. DeMarzo, P., Fishman, M., 2007. Optimal long-term financial contracting. *Review of Financial Studies* 20 (6), 2079–2128.
11. Denis, D., Mihov, V., 2003. The choice among bank debt, non-bank private debt, and public debt: evidence from new corporate borrowings. *Journal of financial Economics* 70 (1), 3--28.
12. Dennis, S., Mullineaux, D., 2000. Syndicated loans. *Journal of financial intermediation* 9 (4), 404--426.
13. Detragiache, E., 1994. Public versus private borrowing: a theory with implications for bankruptcy reform. *Journal of Financial Intermediation* 3 (4), 327–354.
14. Diamond, D., 1984. Financial intermediation and delegated monitoring. *The Review of Economic Studies* 51 (3), 393–414.
15. Diamond, D., 1991. Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt. *Journal of political Economy* 3 (4), 689–721.
16. Easterwood, J., Kadapakkam, P., 1991. The role of private and public debt in corporate capital structures. *Financial Management* 20 (3), 49–57.
17. Esho, N., Lam, Y., Sharpe, I., 2001. Choice of financing source in international debt markets. *Journal of financial intermediation* 10 (3), 276–305.
18. Fama, E., 1985. What's different about banks?. *Journal of Monetary Economics* 15 (1), 29–39.
19. Faulkender, M., Petersen, M., 2006. Does the source of capital affect capital structure?. *Review of financial studies* 19 (1), 45–79.

20. Godlewski, C., Weill, L., 2008. Syndicated loans in emerging markets. *Emerging Markets Review* 9 (3), 206--219.
21. Guedes, J., Opler, T., 1996. The determinants of the maturity of corporate debt issues. *The Journal of Finance* 51 (5), 1809--1833.
22. Hadlock, C., James, C., 2002. Do banks provide financial slack?. *the Journal of Finance* 57 (3), 1383--1419.
23. Houston, J., James, C., 1996. Bank information monopolies and the mix of private and public debt claims. *The Journal of Finance* 51 (5), 1863--1889.
24. Hovakimian, A., Opler, T., Titman, S., 2001. The debt-equity choice. *Journal of Financial and Quantitative analysis* 36 (1), 1--24.
25. Johnson, S., 1997. An empirical analysis of the determinants of corporate debt ownership structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 32 (01), 47--69.
26. Jung, K., Kim, Y., Stulz, R., 1996. Timing, investment opportunities, managerial discretion, and the security issue decision. *Journal of Financial Economics* 42 (2), 159--186.
27. Krishnaswami, S., Spindt, P., Subramaniam, V., 1999. Information asymmetry, monitoring, and the placement structure of corporate debt. *Journal of Financial Economics* 51 (3), 407--434.
28. Leland, H., Pyle, D., 1977. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The journal of Finance* 32 (2), 371--387.
29. Maskara, P., Mullineaux, D., 2011. Small firm capital structure and the syndicated loan market. *Journal of Financial Services Research* 39 (1-2), 55--70

- 30.** Park, C., 2000. Monitoring and structure of debt contracts. *The Journal of Finance* 55 (5), 2157--2195.
- 31.** Rajan, R., 1992. Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's-length debt. *The Journal of Finance* 47 (4), 1367--1400.
- 32.** Rauh, J., Sufi, A., 2010. Capital structure and debt structure. *Review of Financial Studies* 39 (1-2), hhq095.
- 33.** Yosha, O., 1995. Information disclosure costs and the choice of financing source. *Journal of Financial intermediation* 4 (1), 3--20.
- 34.** Adamuz, M., Moreno, J. y Hernández Cortés, J., 2014. Estructura de deuda corporativa y el mercado de créditos sindicados en México.