
Los efectos de las modificaciones de las condiciones financieras sobre el comportamiento de las empresas españolas

Este artículo ha sido elaborado por Andrew Benito e Ignacio Hernando, del Servicio de Estudios (1).

1. INTRODUCCIÓN

El análisis de las respuestas de las empresas ante los desequilibrios que padecen en los períodos de dificultades financieras es relevante no solo para lograr un mejor conocimiento del funcionamiento de las sociedades sino, sobre todo, para entender los efectos potenciales que tienen los cambios en las condiciones de financiación a las que se enfrentan sobre las principales variables macroeconómicas. Ante un aumento en la presión financiera que experimenta una empresa es posible identificar diversos mecanismos que pueden ser utilizados como respuesta. Así, entre las dimensiones de la actividad empresarial potencialmente afectadas por la modificación de las condiciones financieras cabe destacar las siguientes: la formación bruta de capital, la política de recursos humanos —tanto en relación con el volumen de empleo como con las condiciones del mismo—, y la política financiera —incluyendo aspectos tales como el nivel y la estructura del endeudamiento, la distribución de dividendos o la emisión de nuevas acciones—.

El objetivo de este artículo es evaluar los mecanismos de ajuste utilizados por las sociedades no financieras españolas ante perturbaciones que afectan a su posición financiera, adoptando un enfoque desagregado a nivel de empresa. La utilización de datos microeconómicos es especialmente relevante para el objetivo de este artículo. Por un lado, es obvio que entre las compañías existe una gran variabilidad en el grado de presión financiera. En este sentido, como se argumenta en Benito (2002), basar la evaluación de la situación financiera de las sociedades en el análisis de indicadores sectoriales agregados, pese a ser informativo, puede, en ocasiones, enmascarar comportamientos que solo un estudio a nivel desagregado podría poner de manifiesto. Por otro lado, cabe esperar que la respuesta de las empresas ante perturbaciones financieras no sea independiente de su situación financiera de partida.

Los datos individuales que se emplean en este trabajo proceden de la base de datos anual de la Central de Balances del Banco de España, cubren el período comprendido entre 1985 y 2001, y contienen información correspondiente a una muestra de casi 5.000 empresas no financieras.

(1) Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo nº 0227, del Servicio de Estudios, publicado con el título *Extricate: financial pressure and firm behaviour in Spain*.



2. ANÁLISIS PRELIMINAR DE LOS DATOS

La situación financiera de una empresa suele caracterizarse mediante un conjunto relativamente amplio de indicadores que miden aspectos parciales de la misma —rentabilidad, liquidez, endeudamiento, solvencia— y que, considerados conjuntamente, determinan lo que se suele denominar grado de presión financiera (2). Para aproximar de manera sintética dicho grado de presión financiera puede utilizarse una medida de la carga relativa de la deuda, que se define como el cociente entre los gastos financieros y el resultado económico bruto de la explotación. Esta *ratio* refleja la capacidad de la empresa para hacer frente a los pagos de intereses confiando solo en los fondos generados internamente, por lo que constituye un claro indicador de la presión financiera a la que pueden estar sometidas las sociedades. De hecho, las entidades de crédito suelen prestarle una atención especial como indicador de la solvencia financiera de una compañía, y cuando los préstamos bancarios incluyen cláusulas financieras, es frecuente que estas se establezcan en términos de esta *ratio*.

Antes de presentar los resultados del análisis econométrico del efecto de la presión financiera así medida sobre las decisiones empresariales, es útil ofrecer un análisis descriptivo de las relaciones entre ambas. Con este fin, se examinan las diferencias en la evolución del empleo, de la inversión en capital fijo y de la inversión en existencias entre distintos conjuntos de empresas definidos en función de su carga financiera relativa. En concreto, se consideran tres conjuntos de sociedades que se corresponden con la decila

(2) Véase Benito (2002), para un análisis de varias medidas de la situación financiera de las compañías españolas.

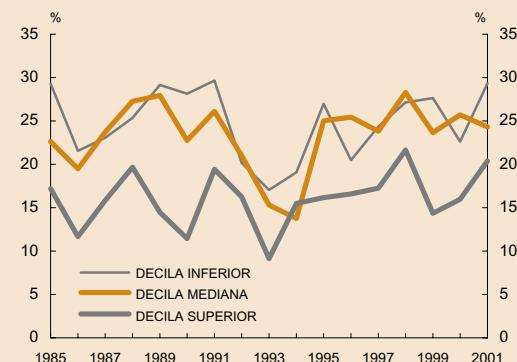
mediana y las dos deciles extremas de su distribución en términos de la carga financiera relativa. Así, la decila mediana agrupa, para cada año, a las empresas comprendidas entre los percentiles 45 y 55 de la distribución en ese año. Análogamente, la decila superior (inferior) agrupa al 10% de las empresas que soportan un mayor (menor) nivel de carga financiera relativa. El promedio de esta *ratio* para las compañías en la decila superior es 0,98, frente a los valores promedio de 0,28 y 0,01 observados en las decila mediana e inferior, respectivamente. Dado el objetivo del artículo, la cuestión relevante es conocer en qué medida las diferencias en la situación financiera entre estos tres grupos de empresas vienen acompañadas por evoluciones dispares de las principales variables reales que caracterizan su comportamiento.

Conviene destacar la importancia de adoptar un enfoque desagregado para la correcta valoración de los riesgos existentes para la estabilidad macroeconómica y financiera. En este sentido, como se argumenta en Benito (2002), en los episodios de fragilidad financiera general los indicadores agregados pueden no representar fielmente el grado de solidez financiera del sistema si el deterioro de la situación financiera de las empresas más vulnerables es más accentuado que el experimentado por el promedio del sector empresarial. Además, la relevancia del análisis desagregado será mayor en la medida en que las diferencias en el impacto de las perturbaciones sobre la actividad real entre las empresas que soportan mayor presión financiera y el resto de las compañías no sea estable a lo largo del ciclo.

En el gráfico 1 se presenta el crecimiento del empleo para los tres grupos de compañías antes mencionados. El primer resultado destacable de dicho gráfico es la notable diferencia en el crecimiento del empleo entre las empresas que tienen el mayor nivel de carga financiera y las demás. Por ejemplo, en el año 1993, el punto más bajo de la recesión, el crecimiento del empleo en las sociedades que presentaban una presión financiera más elevada fue del -6,1% frente al -0,6% en el caso de las que soportaban una menor presión. Además, esta diferencia ha persistido durante la mayor parte del período muestral, lo que sugiere que la evolución del empleo está condicionada por el nivel de la carga financiera o, en otros términos, que ante aumentos en el grado de presión financiera las empresas tienden a optar por reducciones de empleo.

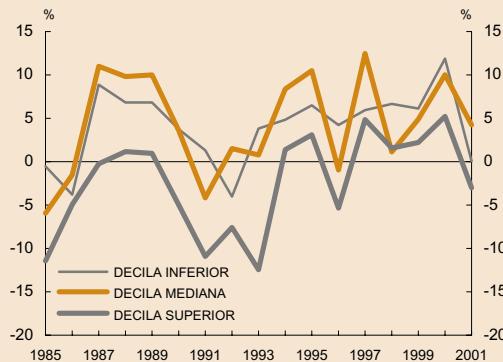
Las reducciones de empleo llevan aparejados unos costes de ajuste (por ejemplo, en términos de indemnizaciones por despido) que pueden ser elevados. Estos costes son, en ge-

GRÁFICO 2

Inversión por unidad de capital

Fuente: Banco de España.

GRÁFICO 3

Variación de existencias

Fuente: Banco de España.

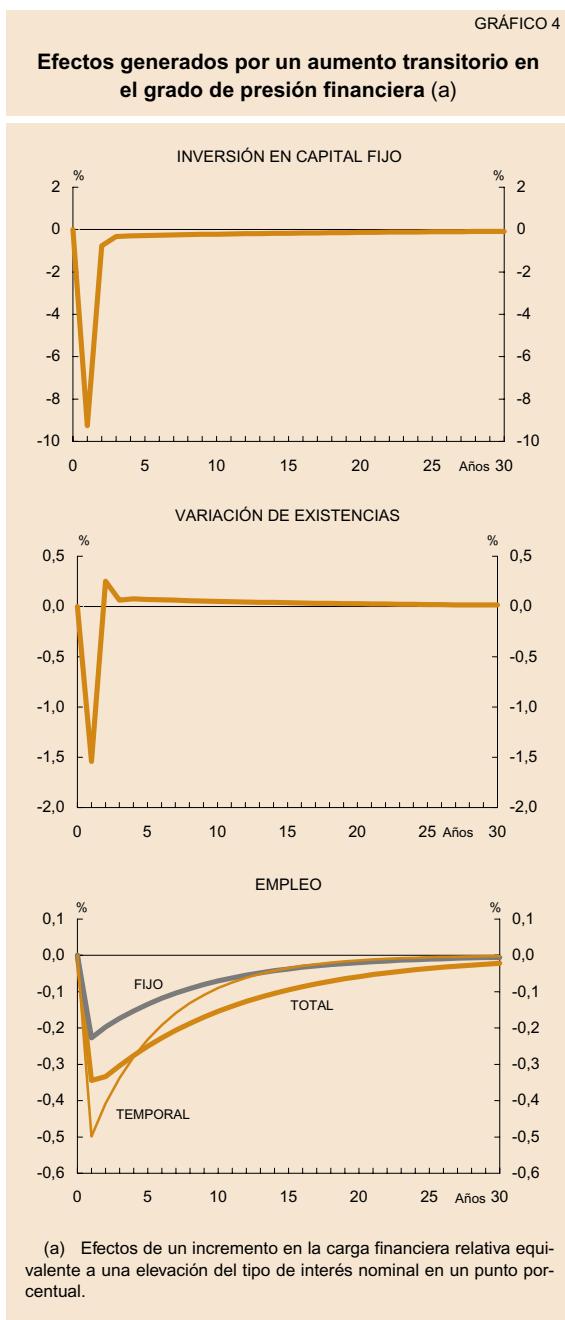
neral, menores en el caso en el que la empresa decide suspender o aplazar la realización de determinados proyectos de inversión. Aunque a largo plazo pueda suponer una pérdida de beneficios, esta ausencia de costes explícitos de ajuste puede representar un incentivo, sobre todo con una perspectiva de corto plazo, para retrasar la inversión como respuesta a un incremento de la carga financiera en lugar de abordar una reducción del empleo. En este sentido, resulta relevante analizar si existen diferencias en el comportamiento inversor de las empresas en función del nivel de carga financiera que soportan. Con este fin, el gráfico 2 muestra la tasa de inversión en capital fijo para los tres grupos de compañías antes descritos. En general, la tasa de inversión (inversión sobre capital instalado) de las sociedades que experimentan una presión financiera más elevada suele ser notablemente menor que el de las otras empresas. Por ejemplo, en el año 2000, las cifras mostraban una tasa de inversión media del 16% en el caso de las compañías que soportaban una mayor presión financiera, frente al 25,7% de las que estaban sometidas a una presión financiera media y al 22,6% observado en el caso de las que se enfrentaban a una menor presión.

Una tercera forma de ajuste ante una perturbación financiera viene dada por la variación del nivel de existencias. Este mecanismo presenta como ventaja primordial el llevar implícitos unos costes muy reducidos. En el gráfico 3, se muestra el crecimiento de las existencias para los tres grupos de compañías descritos anteriormente. Durante el período analizado, la inversión en existencias del grupo de sociedades con mayor nivel de carga financiera fue notablemente inferior a la de los otros dos grupos. En el año 1993, en el que se observan las dife-

rencias más amplias en la carga financiera entre los tres conjuntos de empresas considerados, la tasa de variación de las existencias en las empresas con presión financiera más elevada alcanzó el -12,5%, lo que contrasta sustancialmente con las variaciones positivas observadas para los otros dos grupos analizados.

En ninguno de los gráficos anteriores se aprecian diferencias significativas en la evolución de las variables reales entre las empresas que tienen un mayor grado de holgura financiera (decila inferior) y aquellas que registran una presión financiera media. Sin embargo, las sociedades que soportan una carga financiera más elevada en relación con su capacidad de generación interna de recursos presentan tasas de inversión, de variación de existencias y de crecimiento del empleo sustancialmente menores. Esta evidencia sugiere que el impacto de la situación financiera sobre la actividad empresarial no es lineal y se hace relativamente más intenso cuando la presión financiera sobrepasa un cierto umbral. Por tanto, el riesgo de que perturbaciones que afecten a la situación financiera de las empresas acaben incidiendo sobre la actividad económica depende de que, para un número importante de sociedades, la presión financiera sobrepase dicho umbral.

La evidencia presentada en esta sección sugiere, pues, que el nivel de presión financiera experimentado por una empresa puede influir de manera significativa en sus decisiones reales. No obstante, esta aproximación al problema no tiene en cuenta la existencia de otras posibles diferencias entre los tres grupos de sociedades considerados (tamaño, adscripción sectorial, ...) que podrían condicionar también el comportamiento real de las compañías. En este sentido, el objetivo de la sección siguiente



es analizar más formalmente —en el marco de distintos modelos de comportamiento empresarial— el efecto de perturbaciones financieras en las decisiones reales de las empresas.

3. ANÁLISIS ECONÓMICO DEL AJUSTE EMPRESARIAL ANTE CAMBIOS EN LA SITUACIÓN FINANCIERA

En el documento de trabajo que sirve de base a este artículo se estiman distintas ecuaciones de forma reducida que modelizan diversos aspectos del comportamiento empresarial: la inversión en capital fijo, la variación de existencias, el nivel de empleo —tanto el volumen

total como su descomposición en fijo y temporal— y la distribución de dividendos (3). En el caso de la inversión en capital fijo, el modelo base estimado es un modelo de corrección de error que se apoya en la existencia de un *stock* de capital óptimo y en el que la dinámica de corto plazo refleja las respuestas de la inversión a las variaciones en las ventas y a las desviaciones del *stock* corriente con respecto al óptimo. Análogamente, el modelo estimado para la variación de existencias es un modelo de corrección de error que presupone la existencia de un nivel deseado de existencias en relación con las ventas y en el que las variaciones en el corto plazo de las existencias vienen determinadas por el ajuste a este nivel óptimo y por las respuestas al crecimiento de las ventas. En el caso del empleo, la especificación utilizada —derivada a partir de un modelo estándar de demanda de trabajo— relaciona el nivel de empleo con el *stock* de capital, con desfases del propio empleo y con el nivel y la tasa de crecimiento de los salarios. Finalmente, se contempla un modelo *probit* para representar la probabilidad de que una empresa no distribuya dividendos en un determinado período en función de un conjunto de variables entre las que se incluyen el resultado económico bruto de la explotación, la tasa de inversión, las ventas y la carga relativa de la deuda (4).

En todas las especificaciones consideradas se incluye un conjunto de variables financieras con objeto de valorar el impacto que los cambios en las mismas tienen sobre las distintas decisiones empresariales. En concreto, se contemplan tres variables financieras: la carga relativa de la deuda (definida como el cociente entre los gastos financieros y el resultado económico bruto de la explotación), los recursos generados por unidad de capital y el endeudamiento neto por unidad de capital. Se presta una especial atención al impacto sobre las decisiones empresariales de los cambios en la carga relativa de la deuda porque, como se ha argumentado antes, constituye un indicador sintético del grado de presión financiera al que se enfrentan las empresas. De hecho, la evolución de esta variable es el resultado neto de cambios en los tipos de interés, en la rentabilidad empre-

(3) En todos los casos, las especificaciones consideradas constituyen modelizaciones comunes en la literatura empírica. Véanse, por ejemplo, Bond *et al.* (1999), para el caso de la inversión en capital fijo; Guariglia (1999), para la inversión en existencias; Nickell y Nicolitsas (1999), para el empleo, y Benito y Young (2001), para el pago de dividendos.

(4) La utilización de un modelo *probit* en este caso está justificada por la elevada proporción de empresas de la muestra que no distribuyen dividendos, lo que implica que el empleo de modelos para variables continuas —como los utilizados para las otras variables analizadas— sea inadecuado.

sarial y en el nivel de endeudamiento de las empresas.

Con el fin de evaluar los efectos sobre el comportamiento empresarial de un deterioro de las condiciones financieras a las que se enfrentan las empresas, en el gráfico 4 se presentan las respuestas de las distintas variables reales consideradas ante un incremento de la carga financiera relativa equivalente a un aumento durante un año del coste de la deuda en un punto porcentual. Se ha estimado que, si todo lo demás permanece igual, este cambio en la presión financiera genera, para una empresa media en el primer año, reducciones de la inversión en capital fijo de un 9,3%, de la variación de existencias de un 1,5% y del nivel de empleo de un 0,3% (5). Dada las especificaciones estimadas, el efecto de largo plazo de este *shock* transitorio es nulo. Por otro lado, el perfil temporal de las variaciones permite conocer el diferente grado de persistencia de las decisiones de las empresas. Mientras que la respuesta de la inversión y de las existencias es muy rápida, el empleo muestra una reacción más lenta y más persistente. Además, se aprecia que el impacto sobre el empleo temporal es más rápido y de mayor magnitud que el impacto sobre el empleo permanente, como cabría esperar dados los menores costes de ajuste asociados a la contratación temporal.

Finalmente, a partir de los resultados de la estimación del modelo *probit* para la decisión de distribuir dividendos, se obtiene que un incremento de la carga financiera relativa equivalente a un aumento transitorio —durante un año— del tipo de interés de la deuda en un punto porcentual se traduce en una disminución de la probabilidad de distribuir dividendos (evaluada para los valores medios muestrales de las variables incluidas en el modelo) desde 0,34 hasta 0,24.

(5) En una situación donde las empresas afrontan procesos de inversión en el exterior, aumentando para ello su endeudamiento y postergando proyectos de inversión doméstica, sería posible observar simultáneamente aumentos de la carga relativa de la deuda y disminuciones de la inversión en capital fijo. Aunque, en principio, no es descartable que situaciones de este tipo expliquen en parte el importante impacto negativo de la carga financiera sobre la inversión, el hecho de que las variables financieras se introduzcan en el modelo desfasadas un período, limita la relevancia potencial de esta explicación y favorece la interpretación del efecto estimado como un impacto genuino de la presión financiera en la inversión.

4. CONCLUSIONES

Este artículo ha analizado los mecanismos de ajuste de las empresas ante perturbaciones que afectan al grado de presión financiera a la que se enfrentan. Para ello, se ha utilizado información de una muestra de empresas —procedente de la Central del Balances del Banco de España— para el período 1985-2001. El análisis se ha concentrado en las respuestas de las variables —tanto reales como financieras— que soportan *a priori* la mayor parte del ajuste, considerando tanto su magnitud como su perfil temporal.

Los resultados obtenidos sugieren que, en respuesta a cambios en las condiciones financieras, las empresas reaccionan ajustando diversas variables tanto reales como financieras. En concreto, se han estimado efectos cuantitativamente importantes tanto en el caso de la inversión como en el del empleo, siendo la reacción de la inversión más acusada e inmediata. En relación con el empleo, la respuesta a cambios en el grado de presión financiera es, de acuerdo con lo esperado, más rápida y de mayor magnitud en el caso del empleo temporal. También se encuentra un impacto significativo sobre la variación de existencias y sobre la distribución de dividendos, lo que confirma que las empresas también utilizan estas variables como mecanismos de ajuste ante cambios en las condiciones financieras a las que se enfrentan.

21.1.2003.

BIBLIOGRAFÍA

- BENITO, A. (2002). «La situación financiera de las empresas españolas: regularidades empíricas a partir de datos microeconómicos para el período 1985-2001», *Boletín económico*, noviembre, pp. 55-60.
- BENITO, A. y YOUNG, G. (2001). «Hard Times or Great Expectations? Dividend omissions and dividend cuts by UK firms», Bank of England Working Paper, No. 147.
- BOND, S., HARHOFF, D. y VAN REENEN, J. (1999). «Investment, R&D and financial constraints in Britain and Germany», Institute for Fiscal Studies Working Paper 99/5.
- GUARIGLIA, A. (1999). «The effects of financial constraints on inventory investment: evidence from a panel of UK firms», *Economica*, 66, pp. 43-62.
- NICKELL, S. y NICOLITSAS, D. (1999). «How does financial pressure affect firms?», *European Economic Review*, 43, pp. 1435-1456.