

LOS DETERMINANTES DE LA FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS
ESPAÑOLAS

Este artículo ha sido elaborado por José Manuel Marqués, Fernando Nieto y Ana del Río, de la Dirección General del Servicio de Estudios¹.

Introducción

La financiación de las sociedades no financieras ocupa un lugar destacado en el conjunto de variables que el Banco de España analiza con regularidad, dadas las potenciales implicaciones de su evolución sobre la estabilidad macroeconómica y financiera de nuestra economía. En particular, la identificación de los principales factores que determinan los fondos recibidos por parte de las empresas y la adecuada caracterización de las relaciones dinámicas entre aquellos y estos permiten anticipar posibles situaciones de desequilibrio que podrían condicionar las decisiones de gasto y de contratación del sector² o los resultados y la solvencia de sus principales prestamistas.

No obstante, es preciso señalar que dicho ejercicio, particularmente cuando se realiza sobre la base de la información agregada para el conjunto del sector, no está exento de una cierta complejidad. Así, por un lado, el colectivo de empresas presenta un elevado grado de heterogeneidad en variables que, a priori, parece razonable suponer que pueden condicionar la financiación recibida por cada una de ellas (por ejemplo, su tamaño, su grado de internacionalización, el sector al que pertenecen, el nivel de rentabilidad). Por otro, contrariamente a lo que ocurre en el caso de los hogares, los pasivos empresariales se pueden materializar en un conjunto amplio de instrumentos (crédito bancario, valores, préstamos exteriores, crédito comercial y acciones) cuya sustituibilidad es difícil de calibrar y, además, puede no ser constante en el tiempo.

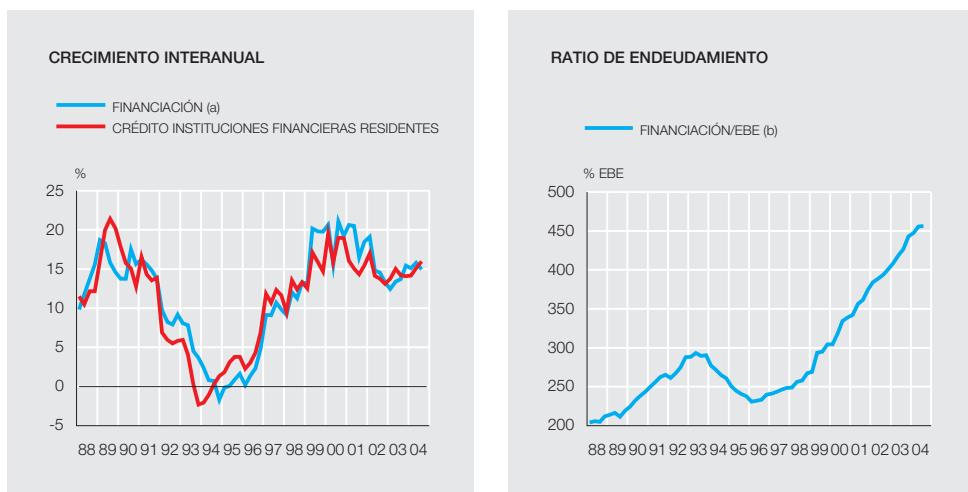
En este artículo se presenta una ecuación que permite explicar el comportamiento de la financiación ajena con coste³ de las sociedades no financieras españolas (crédito bancario, préstamos exteriores y valores de renta fija) en función de la evolución de un conjunto reducido de variables en las que se resumen sus determinantes teóricos fundamentales. De este modo, del pasivo total de las empresas se excluyen los fondos propios, cuya sustituibilidad con el agregado que se considera cabe esperar que sea reducida, como predice, por ejemplo, la teoría de la jerarquización financiera⁴.

El resto del artículo se estructura de la siguiente manera: en la sección 2 se comenta la evolución de la financiación captada por las empresas y de su composición. En la sección 3 se discuten las variables candidatas a explicar los cambios en los fondos ajenos recibidos, para, posteriormente, en la sección 4, presentar los resultados de la estimación de una ecuación de financiación. Finalmente, se incluye un breve resumen de las principales conclusiones del trabajo.

La evolución de la financiación de las sociedades no financieras españolas

La evolución de la financiación de las sociedades no financieras españolas y de su componente más importante, los créditos de instituciones financieras residentes, se ha caracterizado, durante el período analizado (1987-2004), por un claro comportamiento procíclico. Durante la última etapa alcista del ciclo se ha experimentado un fuerte crecimiento —con registros interanuales cercanos al 20%—, que ha propiciado un incremento conti-

1. El artículo resume los principales resultados de un trabajo de investigación más amplio, realizado por los mismos autores. **2.** Véase, por ejemplo, Hernando y Martínez-Carrascal (2003). **3.** De aquí en adelante se denominará simplemente financiación. **4.** Véase Myers y Majluf (1984). Para aplicaciones empíricas, véanse Christiano et al. (1996) o Davis (2001); y, en el caso de España, Benito (2003).



FUENTE: Banco de España.

- a. Incluye, adicionalmente al crédito de residentes, los fondos captados con la emisión de valores de renta fija y los préstamos del exterior.
 b. EBE = Excedente bruto de explotación de las sociedades no financieras.

nuado en la ratio de endeudamiento del sector hacia niveles históricamente elevados (véase gráfico 1).

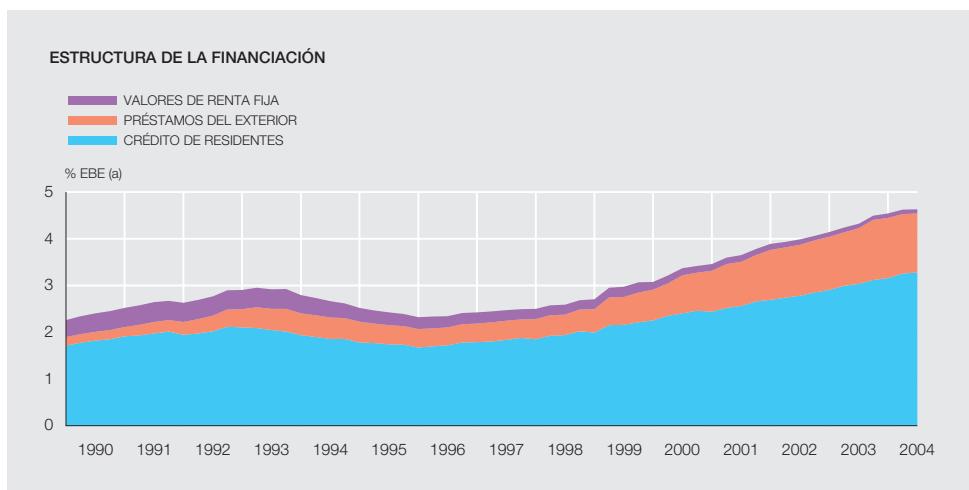
El análisis por componentes de la financiación revela que el principal instrumento usado por las sociedades no financieras para obtener fondos han sido los créditos de instituciones financieras residentes, que han representado, en media, en torno al 70% de los pasivos con coste (véase gráfico 2). Es, asimismo, importante destacar la sustitución que se ha producido entre los fondos captados a través de la emisión de valores y los procedentes del exterior. Estos últimos han experimentado en los últimos años una fuerte expansión, asociada a los procesos de internacionalización de las empresas españolas. En todo caso, una parte importante de esta financiación se ha captado, fundamentalmente, mediante emisiones de valores en el exterior, que luego se han traducido en préstamos de empresas relacionadas⁵. De este modo, la verdadera sustitución parece haberse dado más entre valores emitidos dentro y fuera de España que entre la suma de estos y los préstamos genuinos de no residentes.

Determinantes de la evolución de la financiación de las sociedades no financieras

La evolución de la financiación de las sociedades depende tanto de factores de demanda, vinculados con la actividad de la empresa y con el coste de los fondos, como de factores de oferta, relacionados con la rentabilidad esperada por los prestamistas y, por tanto, con las variables que afectan a la capacidad de las compañías para devolver los préstamos.

En este sentido, se puede distinguir un primer grupo de potenciales variables explicativas asociadas al volumen de producción, que tratan de aproximar las necesidades de fondos que se originan en la empresa como fruto de su actividad periódica. La inversión en bienes de equipo o el PIB son las variables más comúnmente utilizadas a este respecto. Sin embargo, tanto una como otra están relacionadas también con la evolución cíclica de la economía y reflejan no solo, por tanto, las oscilaciones propias de la demanda de recursos, sino también el impacto del ciclo sobre la oferta de financiación. En concreto, los fondos disponibles para las sociedades pueden verse restringidos durante los períodos recesivos en los que la incerti-

5. Para un mayor detalle de la evolución de la financiación de las sociedades españolas, véase Nieto (2004).



FUENTE: Banco de España.

a. EBE = Excedente bruto de explotación de las sociedades no financieras.

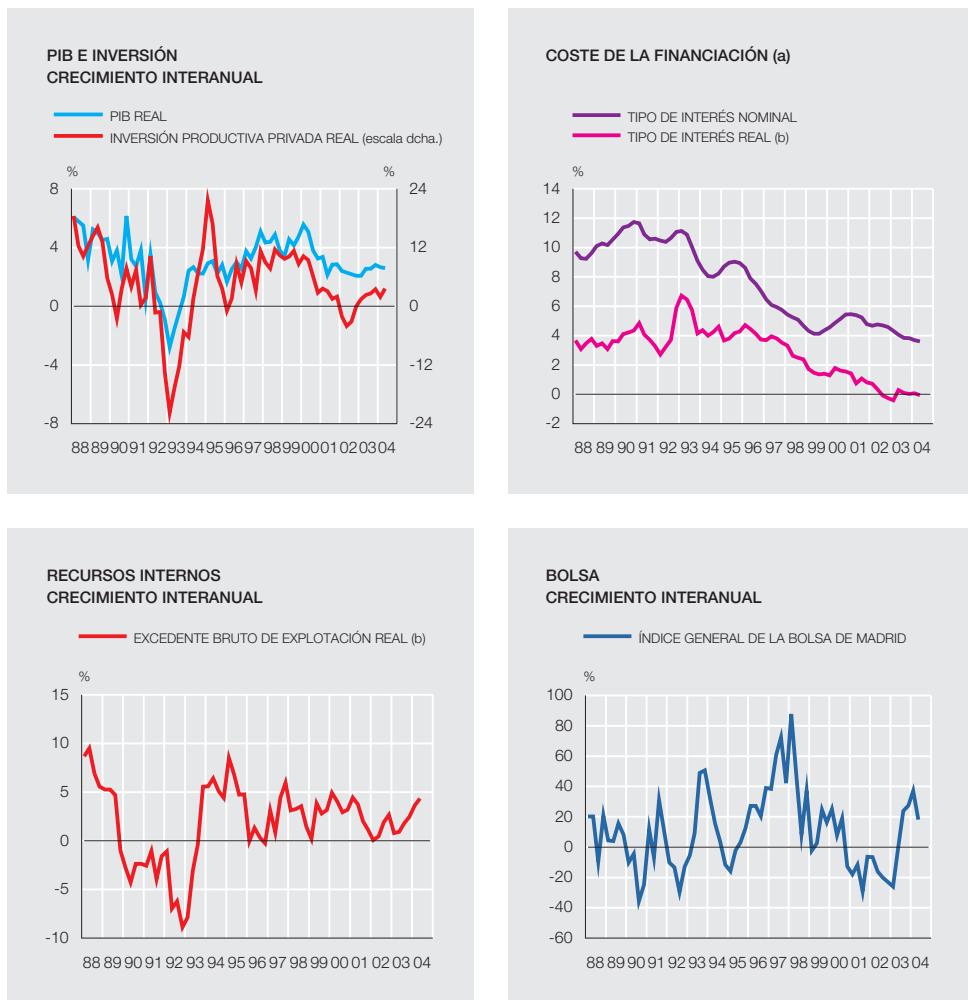
dumbre es mayor, y es más probable que los problemas de asimetría de información entre los prestamistas y los prestatarios provoquen situaciones de racionamiento.

Por otro lado, un segundo grupo de variables candidatas a formar parte de una ecuación de financiación son las vinculadas con el coste de la misma. En este caso, también se superponen elementos de oferta y demanda, ya que, en principio, el coste de la financiación es el precio de equilibrio en el que se iguala el volumen de fondos demandados con los ofertados. Sin embargo, es importante recordar que los problemas de asimetría de información ya comentados pueden limitar el volumen de préstamos ofertados a partir de un determinado nivel del tipo de interés, con el fin de evitar que se financien las empresas con un perfil de riesgo excesivamente elevado⁶. Por ello, sería deseable complementar el coste de financiación con algún indicador del grado de nivel de riesgo que tienen las empresas, aunque en un enfoque agregado es más difícil recoger este tipo de consideraciones que en los trabajos que utilizan información individual. En todo caso, es posible que la variable de escala capte restricciones de la oferta de crédito asociadas a este efecto.

Por último, otras variables potencialmente relevantes son el índice de la bolsa y el excedente bruto de explotación, que engloban tanto efectos relacionados con la posible sustitución de financiación por emisión de acciones o fondos internos como la incidencia de estas variables en la reducción de los problemas de información asimétrica. En concreto, una evolución positiva de las cotizaciones bursátiles supone un mayor valor de liquidación de la empresa y, en este sentido, un incremento de las probabilidades que tienen los prestatarios de recuperar los fondos prestados. Del mismo modo, un mayor volumen de fondos internos reduce los problemas de tesorería de las sociedades. En esta misma línea, otra variable que también puede contribuir a explicar la financiación es la riqueza financiera bruta de las sociedades.

En el gráfico 3 se muestra la evolución de algunas de las variables antes comentadas. Así, el coste de los fondos obtenidos se ha reducido más de siete puntos porcentuales, en términos

6. A partir de cierto nivel de tipos, solo las empresas con proyectos más arriesgados están dispuestas a tomar fondos a ese coste. De este modo, al subir el precio de los recursos ofertados se atrae al mercado a estas compañías, fenómeno que se conoce en la literatura como «problema de selección adversa».



FUENTE: Banco de España.

a. Calculado como una media ponderada del coste de los distintos instrumentos que componen la financiación de las sociedades.

b. Deflactado con el deflactor del PIB.

reales, desde 1993. Al mismo tiempo, el producto interior bruto real y la inversión productiva privada real de la economía española han presentado una tasa media de crecimiento superior al 3% y 5%, respectivamente, desde 1994, si bien en los últimos años han experimentado un ligero retroceso. Por su parte, el excedente bruto de explotación, a pesar de haber mantenido tasas de avance positivas a partir de 1995, no ha llegado a alcanzar los niveles registrados en la anterior etapa expansiva. Por último, la evolución de los mercados bursátiles ha conjugado importantes avances con una etapa de retroceso (2001-2003).

Un modelo uniecuacional de comportamiento del crédito destinado a las sociedades no financieras españolas

Para cuantificar la importancia relativa de los factores comentados en la sección anterior, en esta se presentan los resultados de la estimación de una ecuación para la financiación⁷ de las sociedades no financieras españolas. La especificación elegida se basa en la existencia de una relación de equilibrio de largo plazo entre dicha variable y la actividad económica y el tipo de interés. En el corto plazo, la propia variable endógena retardada y otras, como los cambios en el excedente bruto de explotación y en el índice de la bolsa, afectan al comportamiento de los fondos captados.

7. En la misma línea se ha estimado una ecuación para el crédito de instituciones financieras residentes, obteniéndose unos resultados cualitativamente similares a los que aquí se presentan.

**ECUACIÓN PARA LA FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES
NO FINANCIERAS (a)
FRECUENCIA TRIMESTRAL (1987:I-2004:II)**

CUADRO 1

VARIABLE DEPENDIENTE: Variación de la financiación		
	VALOR ESTIMADO	T-RATIO
VARIABLES EXPLICATIVAS		
Ajuste temporal	-0,07	3,55
Variación de la financiación real retardada	0,45	4,27
Variación del excedente bruto de explotación real	-0,14	1,83
Variación del índice de la bolsa	-0,04	2,13
Pro-memoria: RELACIÓN DE LARGO PLAZO		
Financiación = 1,38 PIB - 0,10 Tipo de interés (b)		

a. La estimación se realiza en una etapa. Las variables están en logaritmos, excepto el tipo de interés. El modelo incluye una constante, variables estacionales y dos variables ficticias para capturar dos atípicos, correspondientes a los períodos 1989:III y 1999:II, asociados, respectivamente, a las restricciones al crédito y a la operación de adquisición de YPF por parte de Repsol. Para más detalles sobre estadísticos y contrastes, consultar a los autores.

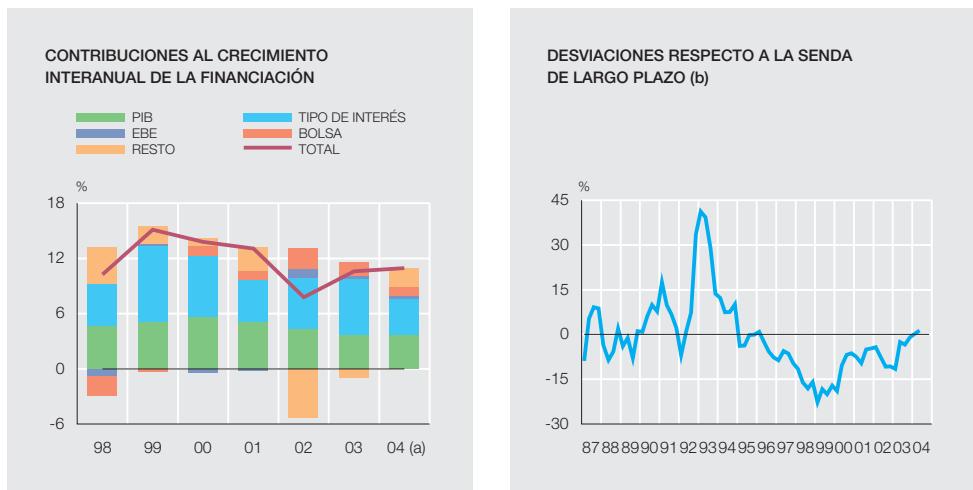
b. Tipo medio ponderado de los distintos instrumentos que componen la financiación.

Los principales resultados de la estimación, que se presentan en el cuadro 1, evidencian que los parámetros obtenidos son estadísticamente significativos y los signos resultantes son los esperados en el marco de una función de demanda de recursos. Así, se encuentra una relación de equilibrio a largo plazo en la que la financiación depende positivamente de la variable de escala (PIB) y negativamente del coste de los fondos. Es decir, las empresas tienden a aumentar el volumen de recursos captados en momentos de expansión económica y en un contexto de reducción de los tipos de interés. A corto plazo, el excedente bruto de explotación y la evolución de las cotizaciones bursátiles tienen efectos negativos sobre el crecimiento de la financiación del sector, lo cual parece indicar que predomina el papel de estas variables como fuentes alternativas de financiación, en consonancia con las previsiones de la teoría de la jerarquización financiera antes comentada⁸.

Respecto a los valores de los coeficientes obtenidos, hay que señalar que la velocidad de ajuste de la financiación hacia su situación de equilibrio es reducida. En cuanto a la relación de largo plazo, la elasticidad a la variable de escala (PIB) es superior a la unidad, lo cual puede indicar, como ya se ha anticipado, que esta variable no solo recoge la influencia de las decisiones de gasto de las sociedades, sino que adicionalmente puede estar incorporando el efecto de variables relacionadas con la evolución de los riesgos empresariales. No obstante, el valor de coeficiente está en línea con los estimados para otros países en trabajos como Calza et al. (2003) y Hofmann (2001). Por lo que respecta a los tipos de interés, se obtiene un efecto mayor que el encontrado para otros países en los trabajos antes señalados.

Analizando la contribución de cada una de estas variables al crecimiento interanual de la financiación (véase gráfico 4), se observa que la expansión de la misma desde 1998 se determina, fundamentalmente, por el crecimiento de la actividad en la economía española y por el fuerte descenso registrado en el coste de la financiación en estos años, explicando entre ambas más del 90% del aumento de los fondos captados por el sector. Adicionalmente, y en especial desde el año 2000, la evolución de los mercados bursátiles parece haber tenido un efecto positivo adicional sobre la financiación. Por su parte, la aportación del excedente bruto de explotación ha sido menor, contribuyendo de modo significativo, aunque solo de forma muy transitoria.

8. En el caso de otros países, predomina el efecto de estas variables como valor del colateral de la financiación recibida y, en consecuencia, el coeficiente asociado a las mismas es positivo [véase Davis (2001)].



FUENTE: Banco de España.

a. Datos hasta el segundo trimestre de 2004.

b. Normalizadas para obtener una media cero en el período muestral.

Por otro lado, la estimación llevada a cabo implica un aumento del nivel de deuda de equilibrio durante el período considerado, como resultado de la expansión de la actividad económica y de la importante reducción del coste de la financiación asociado a la participación de España en la Unión Económica y Monetaria. De este modo, el avance observado en la financiación de las empresas es coherente con estos cambios y refleja, de hecho, un ajuste relativamente lento a los nuevos valores de equilibrio entre 1995 y 1998 (véase gráfico 4). Posteriormente, la aceleración de la financiación empresarial hizo que la brecha con el nivel de equilibrio se haya ido cerrando progresivamente, situándose la deuda del sector, al final del período analizado, solo ligeramente por encima de lo que justifican sus determinantes fundamentales.

Conclusiones

Las potenciales implicaciones que la evolución de la financiación a las sociedades tiene sobre la estabilidad macroeconómica y financiera de una economía hacen aconsejable disponer de herramientas que permitan analizar y valorar su trayectoria en cada momento. Con este propósito, se ha estimado para el caso español una ecuación de comportamiento de un agrega-do amplio de financiación a las empresas que incluye el crédito de instituciones financieras, los préstamos del exterior y la emisión de valores distintos de acciones.

Los resultados obtenidos sugieren que el comportamiento de los fondos recibidos por las empresas en España se puede caracterizar, a largo plazo, a partir de la evolución de la actividad económica general, que influye positivamente, y del coste de los fondos obtenidos, que afecta con signo negativo. En el corto plazo se ven influidos, además, por lo ocurrido en fuen-tes alternativas de financiación, como pueden ser los resultados generados por las propias sociedades o la posibilidad de obtención de fondos en los mercados de renta variable.

La evidencia que se aporta en este artículo sugiere, asimismo, que el crecimiento experimen-tado por la financiación recibida por las sociedades no financieras españolas en los últimos años está en línea con la evolución de sus determinantes. Así, el crecimiento económico regis-trado en España, junto con el fuerte descenso de los tipos de interés, parecen haber desempeñado un papel fundamental a la hora de explicar la expansión de los pasivos con coste del sector. En este sentido, el cambio estructural de la economía española a raíz de su entrada en la UEM ha permitido aumentar el nivel de endeudamiento sostenible de las empresas. No obstante, esto no debe ocultar que los mayores niveles de deuda alcanzados conllevan una mayor ex-

posición a variaciones inesperadas en el coste de los fondos o en las variables que condicionan la capacidad de las sociedades para renovarlos a su vencimiento. Del mismo modo, es preciso insistir en que el análisis realizado aquí toma como referencia el conjunto de las empresas, por lo que no es posible descartar a partir del mismo la probabilidad de que alguna de ellas o, incluso, algún subsector concreto puedan estar expandiendo sus deudas más allá de lo que resultaría coherente con los cambios en su situación particular.

14.3.2005.

BIBLIOGRAFÍA

- BENITO, A. (2003). *The capital structure decisions of firms: is there a pecking order?*, Documento de Trabajo n.º 0310, Banco de España.
- CALZA, A., M. MANRIQUE y J. SOUSA (2003). *Aggregate loans to the euro area private sector*, Working Paper n.º 202, European Central Bank.
- CHRISTIANO, L. J., M. EICHENBAUM y C. EVANS (1996). «The effects of monetary policy shocks: some evidence from the flow of funds», *Review of Economic and Statistics*, 78, pp. 16-34.
- DAVIS, E. (2001). *Multiple avenues of intermediation, Corporate Finance and Financial Stability*, Working Paper n.º 115, International Monetary Fund.
- HERNANDO, I., y C. MARTÍNEZ-CARRASCAL (2003). *The impact of financial variables on firms' real decisions: evidence from Spanish firm-level data*, Documento de Trabajo n.º 0319, Banco de España.
- HOFMANN, B. (2001). *The determinants of private sector credit in industrialised countries: do property prices matter?*, Working Papers n.º 108, BIS.
- MYERS, S. C., y N. S. MAJLUF (1984). «Corporate financing and investment decisions when firms have information the investors do not have», *Journal of Financial Economics*, vol. 5, pp. 147-175.
- NIETO, F. (2004). «La evolución de la composición de los pasivos de las sociedades no financieras españolas», *Boletín Económico*, Banco de España, marzo, pp. 61-69.