

UN INDICADOR DEL COSTE DE FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS
ESPAÑOLAS

Este artículo ha sido elaborado por Francisco Alonso Sánchez y José Manuel Marqués Sevillano, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

El coste de financiación de las empresas es una variable que, junto con la rentabilidad y el riesgo de las inversiones, juega un papel fundamental en las decisiones de gasto en capital de las compañías. A diferencia de lo que ocurre con los hogares, la medición de este concepto para las sociedades se enfrenta a varias dificultades. Por una parte, existe una amplia gama de instrumentos (préstamos, emisiones de renta fija, acciones) cuyo precio puede evolucionar de forma diferenciada. Por otro lado, el coste de determinadas fuentes como, por ejemplo, los recursos propios, no es explícito. Así, la remuneración a los accionistas, normalmente mediante el pago periódico de dividendos¹, no se conoce de antemano, ya que dependerá, entre otros factores, de los beneficios generados.

Este artículo se centra, precisamente, en la obtención de una estimación del coste de los recursos propios de las sociedades no financieras españolas². Una vez que se dispone de esta medida, se derivan indicadores sintéticos del coste de la financiación de las empresas que tienen en cuenta las distintas modalidades de pasivos y que, por tanto, resumen en una sola variable las condiciones con las que las compañías pueden captar fondos externamente.

Tras esta introducción, el artículo se estructura de la siguiente manera. En la segunda sección se repasan los enfoques existentes en la literatura para calcular el coste de los recursos propios de las empresas; en la tercera, se obtiene una medida que aproxima este concepto para las sociedades no financieras españolas; en la cuarta, se derivan indicadores sintéticos del coste de la financiación de dichas compañías que tienen en cuenta los precios de las distintas fuentes de captación de fondos, y, finalmente, en la última sección se resumen las principales conclusiones.

Enfoques para calcular el coste de los recursos propios

Como se ha comentado en la sección anterior, el coste para las empresas de la emisión de acciones no es observable, por lo que debe estimarse. Existen varias aproximaciones para ello. Una posibilidad es emplear algún modelo de valoración de activos. En general, estos parten de un individuo representativo que optimiza sus decisiones de inversión y gasto en un contexto en el que existen distintos instrumentos financieros. A partir de ahí, se derivan primas frente al rendimiento de una inversión sin riesgo (que tradicionalmente se identifica con la rentabilidad de la deuda pública). Sin embargo, los resultados de estos modelos suelen ser muy sensibles a los supuestos que se adopten sobre las preferencias de los inversores.

Otra posibilidad, más frecuentemente utilizada en los análisis coyunturales, es recurrir a los denominados modelos de descuento de dividendos. Estos se basan en el supuesto de que los mercados financieros son eficientes, por lo que la cotización de una acción equivale al valor presente de la corriente de ingresos futuros esperados por los accionistas. En equilibrio,

1. Además de los dividendos, las compañías tienen otras formas de remunerar a los accionistas, como, por ejemplo, la recompra de acciones. Estas operaciones tenderán a aumentar el precio de mercado de las acciones de sus tenedores. Se trata, por tanto, de una remuneración implícita, ya que la ganancia solo se producirá si venden sus participaciones. 2. La medida que se presenta se define en términos nominales. Hacerlo en términos reales requeriría estimar expectativas de inflación a muy largo plazo, lo que introduciría un elemento adicional de imprecisión. En todo caso, en el contexto actual de pertenencia a la UEM cabría esperar que el crecimiento previsto de los precios a ese horizonte fuese bastante estable, por lo que las variaciones nominales son seguramente una buena aproximación de los cambios reales.

el factor de descuento que se utiliza para actualizar estos flujos debería ser igual al coste de los recursos propios. Por tanto, este último se puede obtener implícitamente a partir del valor de los activos de renta variable y de supuestos sobre la evolución prevista de los dividendos. En concreto, dados estos últimos, el coste de los recursos propios tenderá a reducirse cuanto más elevado sea el precio de las acciones, ya que los pagos a sus tenedores representarán una proporción más reducida del capital. Por el contrario, los incrementos en las rentas esperadas por los propietarios de las empresas que no vengán acompañados de aumentos en la misma proporción de la cotización se traducirán en ascensos en el coste de los recursos propios.

Aunque, como se verá más adelante, este tipo de modelos no está exento de problemas, la sencillez de cálculo y el hecho de que normalmente generen resultados bastante razonables hacen que su uso sea frecuente en el análisis del coste de financiación de las empresas por parte de los bancos centrales y de analistas privados.

Existen varias modalidades del modelo de descuento que se distinguen por la forma de aproximar las expectativas de la retribución a los accionistas. En la versión más sencilla, conocida como modelo de Gordon, se supone que estas rentas crecen a un ritmo constante, que, generalmente, coincide en estudios agregados con el de aumento en el largo plazo del PIB³. Sin embargo, los resultados empresariales y, en menor medida, los dividendos muestran una pauta cíclica que este modelo no recoge. Para salvar este inconveniente, Fuller y Hsia (1984) propusieron un refinamiento del enfoque anterior. Concretamente, definieron tres etapas en las que los dividendos pueden avanzar a velocidades distintas. En la primera, estos flujos evolucionan de acuerdo con las previsiones de los analistas; en la última, lo hacen a la tasa de crecimiento a largo plazo del PIB; y en la intermedia, se produce una convergencia lineal entre ambas cifras.

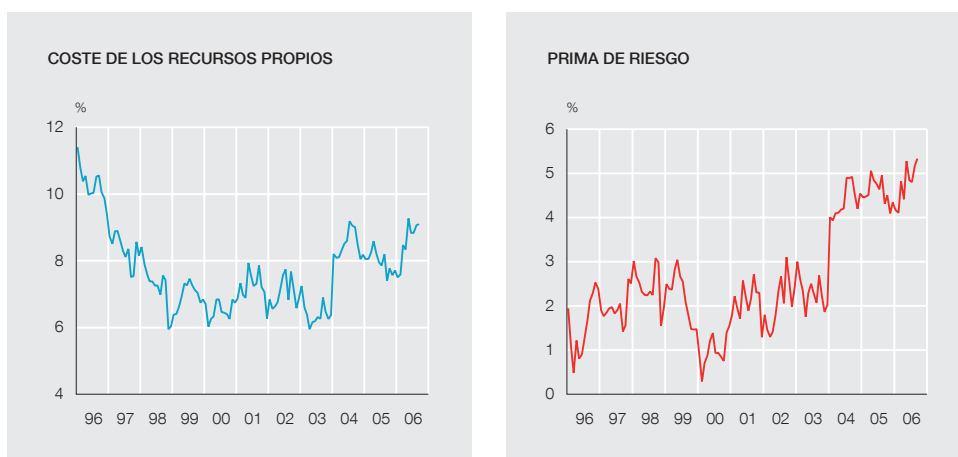
Medición del coste de los recursos propios de las empresas no financieras españolas

En este artículo, el coste de los recursos propios de las sociedades no financieras españolas se aproxima a partir del modelo de descuento de dividendos de tres etapas que se ha descrito en la sección anterior. Para ello se utilizan los datos observados de cotizaciones y dividendos del Índice MSCI para España de las empresas no financieras que elabora el Banco de Inversión Morgan Stanley. La elección de este índice se debe a que es el único para el que se dispone de información simultánea sobre los dividendos y las expectativas de beneficios del conjunto de compañías incluidas en el mismo.

La duración de cada una de las etapas es similar a la propuesta por Fuller y Hsia (1984) o la empleada por el BCE para la zona del euro⁴ o en Panigirtzoglou y Scamell (2002) para el Reino Unido. Concretamente, la longitud de la primera fase y del período de convergencia lineal es de cuatro y ocho años, respectivamente. El crecimiento de los dividendos durante la primera etapa se equipara con el avance esperado de los beneficios por acción a largo plazo de acuerdo con los analistas bursátiles (el cual suele corresponderse con un horizonte de 3-5 años), expectativas que se toman del Institute of Brokerage Estimates (I/B/E/S). La tasa de expansión nominal de largo plazo se ha supuesto que es el 4%, en línea con la proyección para el PIB de España a ese mismo horizonte contenida en European Economy (2005).

Los resultados de la estimación del coste de los recursos propios se presentan en el panel izquierdo del gráfico 1. El indicador muestra una trayectoria decreciente entre 1996 y principios de 2000, etapa en la que se produjo una acusada revalorización de las acciones. A partir de entonces y hasta finales de 2003 no se observa una tendencia definida, situándose entre

3. Este supuesto garantiza que la ratio entre dividendos y PIB se mantiene estable. 4. Véase BCE (2004).



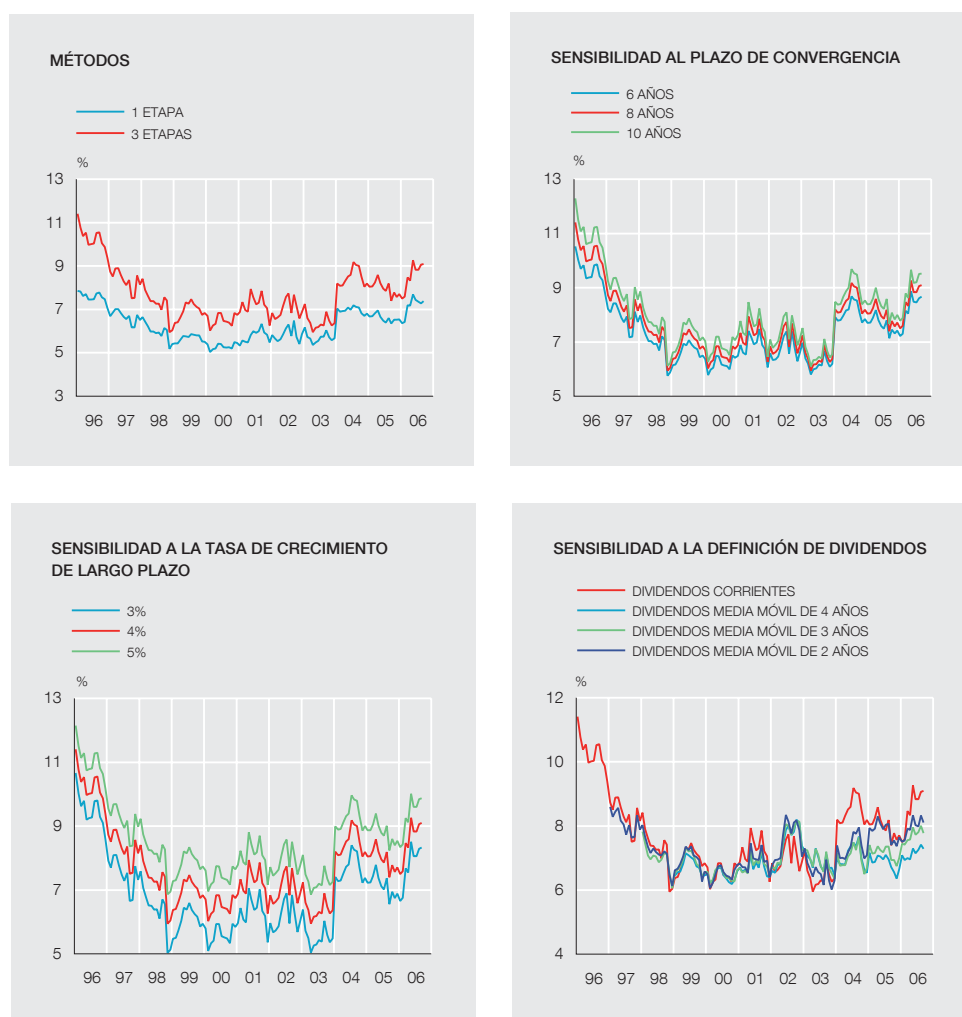
FUENTES: Datastream, MSCI Blue Book y Banco de España.

el 6% y el 8%. Desde 2004 se producen ascensos a pesar del aumento de las cotizaciones bursátiles, lo que resulta del notable incremento de los dividendos y de las favorables perspectivas de crecimiento de los beneficios durante este período. No obstante, el incremento de las rentas percibidas por los accionistas durante estos años refleja no solo una mayor capacidad de generación de recursos de las compañías, sino también un cambio en su política de retribución consistente en el reparto de una proporción mayor de los resultados corporativos entre los propietarios. Esta característica estaría, por tanto, sesgando al alza la variación reciente del indicador. Más adelante, se propone una forma de corregir esta distorsión.

En el panel derecho del gráfico 1 se presenta la evolución de la prima de riesgo de las acciones, que se ha aproximado como la diferencia entre el coste de los recursos propios y la rentabilidad de la deuda pública a diez años. Se observa como, a principios de 2000, el indicador alcanza valores muy reducidos y próximos a cero, a pesar de que los activos de renta variable exhiben un grado de riesgo claramente superior al de los bonos del Estado.

Con el fin de comprobar la sensibilidad de la estimación del coste de los recursos propios a los supuestos utilizados se han realizado varios ejercicios. Los resultados se recogen en el gráfico 2. En el panel superior izquierdo se ilustra el efecto que produce la existencia de tres fases diferenciadas en el crecimiento de los dividendos, en comparación con el modelo tradicional de Gordon, que supone que dichas rentas avanzan a un ritmo constante. Como puede observarse, la trayectoria del indicador no se ve sustancialmente alterada al pasar de tres a una etapa, si bien en el primer caso la variable presenta una mayor variabilidad temporal, así como un nivel superior, lo que refleja el hecho de que, durante el período analizado, las expectativas de los analistas sobre la tasa de variación de los beneficios empresariales se han situado por encima del ritmo de expansión a largo plazo que se ha supuesto para la economía española.

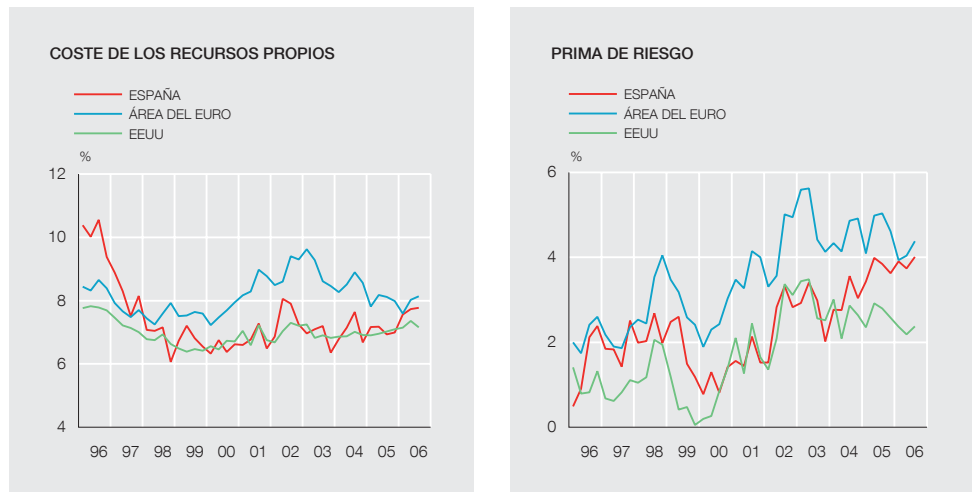
En el panel superior derecho y en el inferior izquierdo del gráfico 2 se analizan, respectivamente, los efectos en la estimación del coste de los recursos propios de cambios en el plazo de convergencia en el crecimiento de los dividendos y en la tasa de expansión a largo plazo de estas rentas. Tal y como puede verse, las modificaciones en estos supuestos afectan al nivel del indicador pero no alteran su evolución. Así, en promedio, un período de convergencia 2 años más largo y una tasa de avance de la economía 1 punto porcentual (pp) más elevada incrementan el coste de los recursos propios en 0,4 pp y 0,8 pp, respectivamente.



FUENTES: Datastream, MSCI Blue Book y Banco de España.

Como se ha señalado anteriormente, una parte del incremento de los pagos recibidos por los accionistas durante los últimos años no refleja, en realidad, una revisión al alza de la capacidad de generación de beneficios de las empresas, sino un cambio en la política de reparto de los resultados, que, en principio, no debería afectar al coste de los recursos propios. En este sentido, parece preferible la utilización de una medida de dividendos que suavice su evolución temporal. En el panel inferior derecho del gráfico 2 se representan estimaciones del coste de los recursos propios bajo distintas definiciones para dicha variable, que incluyen tanto su nivel corriente como medias móviles de diferente longitud. De este modo, se pueden analizar los efectos sobre el indicador de las distintas aproximaciones. Durante la mayor parte de la muestra las diferencias entre las series son relativamente pequeñas. Sin embargo, a partir de 2004 se aprecia un comportamiento más estable, al emplear medias móviles de varios años en lugar del nivel corriente de dividendos, lo que refleja el notable avance y la mayor variabilidad de estas rentas durante dicho período. Dados estos resultados, en el resto de este artículo se utiliza como medida del coste de capital de las compañías españolas la que se obtiene promediando los dividendos de los tres últimos años⁵.

5. Durante 1996 y 1997 el indicador se calculará con los dividendos corrientes ya que, durante dicho período, no se dispone de información para calcular medias móviles de tres años.



FUENTES: Datastream, MSCI Blue Book, BCE y Banco de España.

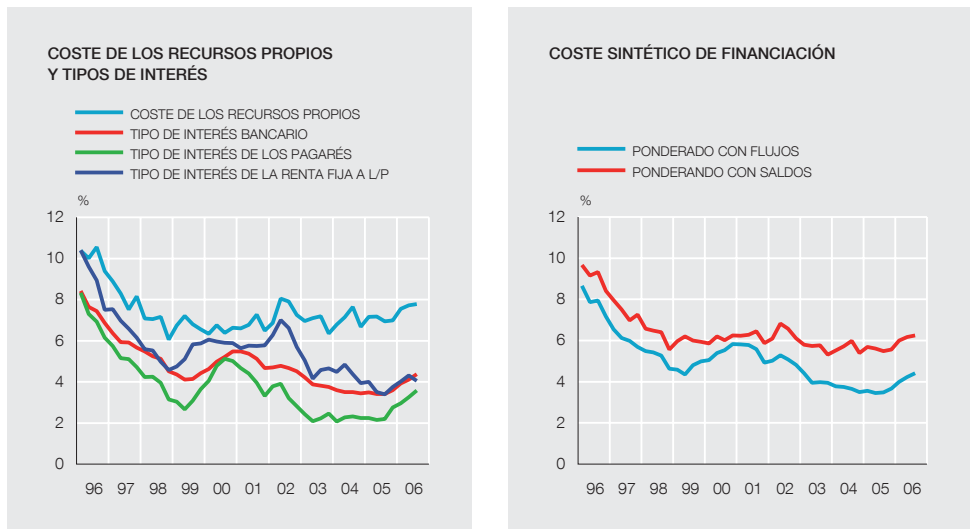
En el gráfico 3 se representa el coste de los recursos propios de las empresas no financieras españolas junto con el de sus homólogas de la UEM y estadounidenses con el fin de realizar una comparación internacional. El procedimiento que se ha seguido para obtener este indicador en el último caso es el mismo que se ha descrito al inicio de esta sección para las sociedades de nuestra economía⁶. Para el área del euro, la serie se ha construido a partir de información proporcionada por el BCE, quien utiliza una metodología similar para aproximar este concepto⁷. Puede apreciarse cómo durante la mayor parte del período el coste de los recursos propios que se estima para las sociedades de Estados Unidos se sitúa en un nivel muy similar al que se obtiene en España, aunque su evolución es notablemente más estable, lo que puede reflejar el mayor número de compañías incluidas en el índice. En el área del euro, en cambio, los valores que toma esta variable son, durante la mayor parte de la muestra, algo más elevados. Por su parte, la prima de riesgo evidencia un comportamiento parecido en las distintas zonas. Así, experimenta un descenso acusado entre 1999 y comienzos de 2000, período en el que, sobre todo en España y en Estados Unidos, alcanza cifras muy reducidas, y posteriormente se recupera.

Un indicador sintético del coste de la financiación de las empresas no financieras

Una vez obtenida una medida del coste de los recursos propios de las empresas, esta puede utilizarse para el cálculo de un indicador sintético que recoja de forma conjunta la evolución de los precios de las distintas fuentes de financiación, que incluyen, además de los fondos propios, los siguientes instrumentos: crédito de entidades residentes, emisiones a corto (pagarés) y a largo plazo (bonos) y préstamos exteriores. La principal ventaja de este concepto es que resume en una sola variable el curso de sus componentes.

En el panel izquierdo del gráfico 4 se representa la evolución del precio de las distintas fuentes de financiación de las sociedades no financieras españolas. En el caso de los recursos propios se emplea la serie que se ha analizado en la sección anterior. En cuanto a los préstamos concedidos por las entidades residentes, se considera el tipo de interés sintético de las ope-

6. Debe tenerse en cuenta, no obstante, que esta aproximación puede sesgar a la baja la estimación del coste de capital en Estados Unidos, ya que no recoge las recompras de acciones por parte de las empresas, operativa que genera una fuente de remuneración adicional a los dividendos para los accionistas y que ha venido jugando un papel no despreciable en aquel país, especialmente durante los últimos años. Para más detalles, véase BCE (2005). 7. El indicador estimado por el BCE se define en términos reales. Para obtener una serie en términos nominales, que es como se expresa el coste de los recursos propios en este artículo, se han añadido 2 pp como una aproximación a las expectativas de inflación a largo plazo, en línea con la referencia para el crecimiento de los precios a ese horizonte contenida en la estrategia de política monetaria del Eurosistema.



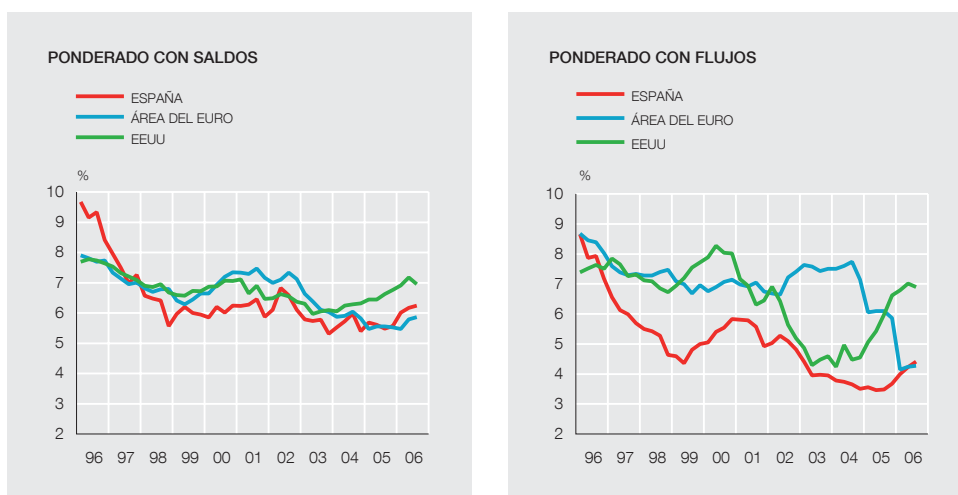
FUENTES: Datastream, MSCI Blue Book y Banco de España.

raciones nuevas de crédito bancario a las empresas, variable elaborada por el Banco de España a partir de la información suministrada por una muestra de entidades. Por su parte, el coste de las emisiones de deuda a corto plazo se aproxima como la rentabilidad de los pagarés negociados en el mercado de renta fija de la AIAF, mientras que para las de largo plazo se añade al rendimiento de los bonos de la deuda pública a diez años una media ponderada de las primas de seguro de riesgo crediticio de las compañías españolas⁸.

En el gráfico 4 se aprecia que la financiación a través de emisiones de renta variable es más cara que la obtenida mediante recursos ajenos, lo que refleja la prima de riesgo más elevada exigida por los accionistas al tratarse de instrumentos más arriesgados. En cualquier caso, su estimación debe ser tomada con cautela dados los distintos supuestos en los que se basa y por el hecho de que para su obtención tan solo se emplea información de un conjunto de empresas cotizadas. Se observa, adicionalmente, que entre 1996 y finales de 2005 los tipos de interés presentaron una evolución descendente, aunque interrumpida transitoriamente en 1999-2000, y a partir del año pasado iniciaron una senda creciente, que refleja el cambio de tono de la política monetaria. Por su parte, el coste de los recursos propios se redujo también entre 1996 y 1999, pero posteriormente no ha mantenido una pauta clara, manteniéndose en un rango de variación relativamente estrecho.

En el panel de la derecha del gráfico 4 se muestran dos indicadores sintéticos alternativos del coste de financiación de las empresas españolas, calculados como una media ponderada del precio de las distintas fuentes de obtención de recursos⁹. En un caso, representado en la línea roja, las series se ponderan de acuerdo con el peso que cada instrumento tiene en el pasivo agregado de las sociedades, mientras que en el otro (línea azul), se consideran los flujos de financiación netos durante los últimos doce meses. De este modo, la primera definición reco-

8. Las primas de los derivados de crédito solo están disponibles desde 2001. Para el período anterior, el coste de la emisión de deuda a largo plazo se ha aproximado sumando una prima constante sobre la rentabilidad de la deuda pública. 9. Entre las fuentes que se consideran se incluyen también los préstamos exteriores. En este caso, dado que no se dispone de información sobre su coste, este se ha aproximado como una media entre el tipo de interés bancario y la rentabilidad de las emisiones de renta fija, ya que esta modalidad recoge tanto créditos sindicados de entidades financieras (cuyo referente deberían ser los tipos bancarios) como préstamos de filiales instrumentales en el exterior que emiten deuda (cuyo referente debería ser la rentabilidad de la renta fija).



FUENTES: Datastream, MSCI Blue Book, BCE y Banco de España.

ge cuál sería el coste unitario de renovar la financiación manteniéndose la estructura del pasivo de las compañías. La segunda alternativa aproxima, sin embargo, el coste de los fondos demandados en cada momento, independientemente de cuál sea la composición del balance, que es el resultado de decisiones acumuladas a lo largo de varios períodos.

En el gráfico 4 puede apreciarse cómo el indicador basado en flujos ha mantenido una trayectoria similar a la de los tipos de interés, aunque los movimientos han sido menos acusados, lo que refleja la elevada importancia relativa de los nuevos fondos materializados en instrumentos de deuda. En cambio, cuando se utilizan los saldos para ponderar los distintos instrumentos, se observa una mayor estabilidad del coste sintético de financiación desde finales de 1998, que responde al peso más alto que tienen en este indicador los recursos propios. En los dos casos, sin embargo, se detecta una pauta creciente durante 2006.

Por otra parte, de acuerdo con la definición que pondera los distintos instrumentos según la estructura del pasivo, el coste de financiación de las empresas españolas era en 1996 más elevado que el de sus homólogas en el área del euro y Estados Unidos (véase gráfico 5). Sin embargo, a principios de 1998 se situaba ya en línea con el observado en los países de nuestro entorno, lo que refleja el proceso de convergencia nominal de nuestra economía. Desde esa fecha se ha mantenido en un nivel similar, aunque inferior en promedio, al de las otras dos zonas. Según estas mismas estimaciones, durante los últimos trimestres las compañías residentes en España y en la UEM han accedido a unas condiciones de obtención de fondos más baratas que las vigentes para las sociedades norteamericanas.

Los indicadores que se obtienen ponderando los flujos muestran una mayor variabilidad en el tiempo, que refleja los cambios en la composición de la financiación. En todo caso, estas estimaciones del coste de los recursos externos coinciden en identificar que en el período reciente las condiciones de obtención de fondos de las empresas españolas y las del área del euro han sido más favorables que las que han experimentado las norteamericanas¹⁰.

¹⁰. De acuerdo con este indicador, el coste medio de financiación de las empresas españolas era en 1996 similar al de sus homólogas en Estados Unidos y en la UEM, ya que, a pesar de que en España todos los instrumentos eran más caros, en nuestro país las fuentes más baratas (crédito bancario) tenían un peso más alto en términos de flujos.

Conclusiones

El coste de los recursos propios es un indicador importante para entender las decisiones de inversión de las empresas. Sin embargo, a diferencia de lo que ocurre con otras fuentes de obtención de fondos, esta variable no es explícita, por lo que debe aproximarse utilizando distintos supuestos. En este artículo se ha presentado una estimación de este concepto para las sociedades no financieras españolas basada en el modelo de descuento de dividendos.

Se ha ilustrado, asimismo, que el coste de los recursos propios puede utilizarse para obtener indicadores sintéticos que recogen de forma conjunta el precio de las distintas fuentes de obtención de fondos de las sociedades. En concreto, se han presentado dos definiciones alternativas, que se distinguen en función del peso que se otorga a cada uno de los instrumentos en los que se materializan los recursos recibidos. De acuerdo con las estimaciones, durante los últimos trimestres las condiciones de financiación de las empresas españolas eran similares a las vigentes en el área del euro y claramente más favorables que las existentes en Estados Unidos.

En todo caso, el indicador del coste de los recursos propios debe tomarse con cautela, especialmente su nivel y en menor medida sus variaciones temporales, ya que está sujeto a un margen de error derivado, principalmente, de la dificultad de aproximar los dividendos futuros esperados. Adicionalmente, debe tenerse en cuenta que en su cálculo se han utilizado datos referidos solo a un conjunto de empresas cotizadas y no, como sería deseable, a la totalidad del sector por problemas de disponibilidad de información.

18.12.2006.

BIBLIOGRAFÍA

- BCE (2004). «Obtención de información a partir del precio de los activos financieros», *Boletín Mensual*, noviembre.
- (2005). «The recent surge in US share buy-backs: cause and possible financial stability implications», *Financial Stability Review*, diciembre.
- EUROPEAN ECONOMY (2005). *The 2005 EPC projections of age-related expenditure (2004-2050) for the EU 25 Member States: underlying assumptions and projection methodologies*, Special Report, n.º 4.
- FULLER, R. J., y C. C. HSIA (1984). *A simplified common stock valuation model* *Financial Analyst Journal*.
- PANIGIRTZOGLU, N., y R. SCAMELL (2002). «Analyst' earnings forecast and equity valuations», *Bank of England Quarterly Review*, primavera.