

ACCESO A LA FINANCIACIÓN EXTERNA Y CRECIMIENTO EMPRESARIAL:
UN ANÁLISIS PARA EL ÁREA DEL EURO

Acceso a la financiación externa y crecimiento empresarial: un análisis para el área del euro

Este artículo ha sido elaborado por Carmen Martínez-Carrascal, de la Dirección General del Servicio de Estudios¹.

Introducción

Al facilitar la canalización de fondos hacia proyectos de inversión rentables, los sistemas financieros contribuyen al crecimiento empresarial y al funcionamiento eficiente de la economía. Sin embargo, los prestatarios tienen mayor conocimiento que los prestamistas sobre la verdadera calidad de los proyectos y esta asimetría en la información dificulta, en algunos casos, el acceso de las sociedades a recursos externos con los que financiar sus actividades, con lo que su expansión vendría limitada por sus flujos de caja corrientes. Esta situación es potencialmente más relevante en períodos recesivos, en economías con sistemas financieros menos desarrollados y para los prestatarios que mayores problemas tengan para aportar garantías adicionales con las que asegurar la devolución de los fondos prestados. Asimismo, cabe esperar que afecte en mayor medida a las empresas nuevas, que no disponen de un historial previo en el que basar su reputación y sobre las que el mercado no tiene referencias, que a las ya establecidas.

En este contexto, este trabajo analiza primeramente qué factores condicionan en mayor medida el acceso a la financiación externa por parte de las sociedades, explotando la información contenida en la encuesta de opinión empresarial *World Business Environment Survey* (WBES), elaborada por el Banco Mundial en los años 1999-2000. Estos datos, referidos solamente a dos años, no permiten recuperar la evolución temporal de las posibles dificultades de acceso a los recursos externos. Sin embargo, sí es posible utilizarlos como base para realizar una estimación de dicha evolución temporal que permita estudiar cómo las dificultades de acceso a la financiación externa pueden afectar al crecimiento empresarial. Para ello, se utiliza la base de datos AMADEUS, que contiene información a nivel individual del balance y cuenta de resultados de una amplia muestra de empresas no financieras.

El artículo se estructura de la siguiente manera. En el segundo epígrafe se analiza qué características de las sociedades determinan la probabilidad de que presenten mayores dificultades de acceso a la financiación externa. En el tercero se estudia si estos obstáculos, una vez tenidos en cuenta los efectos de otras variables (el tamaño de la empresa, su edad, su flujo de caja, su endeudamiento o su carga financiera), condicionan el crecimiento empresarial. Finalmente, en el cuarto se resumen las principales conclusiones del estudio.

Características empresariales ligadas a la percepción de mayores dificultades de acceso al crédito

El análisis de los factores determinantes de la existencia de dificultades de acceso a la financiación externa por parte de las sociedades no financieras se puede basar en dos enfoques alternativos: El primero de ellos consiste en la estimación de modelos econométricos en los que la presencia de restricciones financieras se induce a partir del comportamiento de las empresas y de las predicciones que sobre dicho comportamiento proporcionan distintos modelos teóricos. El segundo se fundamenta en la explotación de la información de encuestas de opinión en las que se pregunta a las empresas acerca de su percepción sobre la posible existencia de estos obstáculos. En este artículo se explota esta segunda estrategia. Conviene señalar que, a pesar de ser más directa que la primera, presenta también limitaciones que conviene tener en cuenta. Así, la apreciación de este tipo de trabas reviste un carácter subjetivo. Por otra parte, a menudo

1. Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo n.º 0836, titulado *Financing obstacles and growth: an analysis for euro area non-financial corporations*, realizado por Chiara Coluzzi, de la Universidad de Roma «Tor Vergata», Annalisa Ferrando, del Banco Central Europeo, y Carmen Martínez-Carrascal. Este estudio está también publicado en la serie de Documentos de Trabajo del Banco Central Europeo.

estas encuestas tienen una cobertura parcial, ya que suelen capturar cuáles son las compañías que bajo unas determinadas condiciones perciben este tipo de restricciones, pero no las que habrían pedido un volumen mayor de fondos bajo unas condiciones más favorables².

Para analizar los factores que contribuyen a explicar la existencia de dificultades de acceso a la financiación externa, se ha utilizado la encuesta de opinión WBES elaborada por el Banco Mundial en los años 1999-2000. Esta base de datos carece de una dimensión temporal que permita analizar la evolución en el tiempo de esta variable, pero incluye información sobre distintas características empresariales. De este modo, es posible estimar cuantitativamente la relación existente entre estas últimas variables y la percepción de trabas en la obtención de recursos ajenos, y proyectarla después para períodos distintos del contemplado en la propia encuesta. En particular, la encuesta incluye información no solo sobre los obstáculos financieros y legales percibidos por las empresas para su crecimiento, sino también sobre su tamaño, las ventas, el sector de actividad o su estructura de propiedad³. Aunque esta encuesta se realizó a compañías de 80 países diferentes, en este estudio se han considerado únicamente las que operan en cinco de ellos (Alemania, España, Francia, Italia y Portugal); esto es, aquellos Estados del área del euro para los que se dispone de una cobertura suficientemente elevada en la base de datos de AMADEUS, que también se explota en este trabajo.

El análisis se ha basado en las respuestas de 382 sociedades a la pregunta sobre «cuán problemático para la marcha de su actividad es el acceso a la financiación externa debido a requerimientos de colateral excesivos por parte de los bancos o instituciones financieras»⁴. De acuerdo con las contestaciones, las empresas se han clasificado en dos grupos: las que indican no sufrir este tipo de problema, o para las que es poco importante, y aquellas que responden que tiene una importancia moderada o alta.

En el cuadro 1 se presentan los porcentajes de empresas que, en cada uno de los Estados considerados, indicaban tener dificultades moderadas o altas en su acceso a la financiación externa en los años de elaboración de la encuesta (1999-2000). En general, se aprecian patrones de respuesta comunes en los países analizados. Así, en primer lugar, se observa que las compañías pequeñas son las que declaraban encontrar mayores trabas en este aspecto. Estas diferencias por tamaño eran comparativamente elevadas en Alemania, España y Portugal, y más reducidas en Francia e Italia. Asimismo, las sociedades que operaban en el sector de la construcción tendían a percibir mayores obstáculos en la captación de recursos ajenos, encontrándose las de la rama de servicios en el extremo opuesto. Finalmente, la percepción de las empresas de nueva creación sobre sus posibilidades de obtención de fondos externos era más negativa que para el resto de sociedades.

Con el fin de estimar la relación existente entre la percepción de dificultades de acceso a la financiación externa y diversas características empresariales, se ha estimado un modelo econométrico⁵. En concreto, este analiza la influencia de diversas variables, como el sector de

2. Para una síntesis sobre la evidencia existente sobre restricciones de acceso a financiación en el área del euro en base a encuestas de opinión empresarial, véase Task Force of the Monetary Policy Committee of the ESCB (2007). 3. Para más detalle sobre las características de esta encuesta, véase <http://info.worldbank.org/governance/wbes/index.html#wbes>. 4. La encuesta incluye también preguntas relativas a dificultades de financiación ligadas a otros aspectos. De acuerdo con las respuestas de las sociedades, los requerimientos de colateral, los tipos de interés elevados y los papeleos excesivos eran los factores que más limitaban su actividad en el momento de realización de la encuesta. El primero de ellos, que es el que se ha considerado en este estudio, es el que tiene mayor poder explicativo del indicador general de existencia de obstáculos financieros que también se incluye en esta base de datos. 5. En concreto, se estima un modelo *probit* en el que la variable dependiente toma el valor 1 si la empresa declara que sus dificultades para acceder a financiación externa tienen una influencia moderada o alta sobre su actividad. En la estimación se incluyen efectos fijos de país para controlar por posibles diferencias estructurales en la variable de interés por parte de las sociedades que estén ligadas al país en el que opera.

	ALEMANIA	FRANCIA	ESPAÑA	ITALIA	PORTUGAL
<i>Total</i>	62,4%	40,4%	32,9%	54,4%	13,8%
POR TAMAÑO (a):					
Pequeñas	72,0%	50,0%	50,0%	65,0%	20,0%
Medianas	64,3%	31,6%	25,0%	51,2%	16,1%
Grandes	33,3%	40,0%	20,0%	50,0%	0,0%
POR SECTOR :					
Manufacturas	78,9%	36,8%	50,0%	68,2%	9,1%
Construcción	76,9%	50,0%	40,0%	75,0%	50,0%
Servicios	54,1%	42,3%	22,2%	47,2%	13,1%
POR EDAD:					
Empresa joven (b)	80,0%	44,4%	50,0%	55,6%	50,0%
Resto	60,2%	39,5%	30,9%	54,3%	12,0%

FUENTES: WBES y Banco de España.

a. El tamaño de la empresa se define en función del número de empleados. Las sociedades pequeñas, medianas y grandes son, respectivamente, aquellas con hasta 49 empleados, entre 50 y 250 y más de 250.

b. Empresa creada en los últimos cinco años.

actividad, si es de creación reciente, el tamaño, el volumen de ventas o la pertenencia a un grupo empresarial, sobre la probabilidad de sufrir dificultades de acceso a la financiación externa. El cuadro 2 muestra las estimaciones obtenidas.

Los resultados están en línea con lo esperado. Así, las empresas jóvenes —aquellas con menos de cinco años de vida— y las pequeñas perciben mayores dificultades en su acceso a la financiación externa. En concreto, las probabilidades para este tipo de sociedades de sufrir obstáculos en este aspecto son, respectivamente, un 13% y un 16% superiores a las encontradas por las empresas más maduras y por las de mayor tamaño⁶. Estas mayores trabas están ligadas, posiblemente, a su mayor grado de opacidad desde el punto de vista del prestamista. Asimismo, los resultados indican que una buena evolución de las ventas, que a priori reduce las probabilidades de impago, mitiga los problemas de acceso al crédito. En concreto, de acuerdo con las estimaciones obtenidas, un incremento de un punto porcentual en las ventas reduce en promedio algo menos de 0,04 puntos porcentuales (pp) la probabilidad de sufrir dificultades de acceso a fondos externos, siendo el impacto superior para valores reducidos de esta variable.

Por sectores, las empresas manufactureras, y, en mayor medida, las constructoras, perciben mayores restricciones de financiación que las que operan en el sector servicios. En concreto, para estas sociedades la probabilidad de enfrentarse a este tipo de dificultades es, respectivamente, un 19% y un 27% mayor que la correspondiente a las compañías de las ramas de servicios, lo que puede deberse, en parte, a diferencias sectoriales en el volumen de activos que pueden ser utilizados como colateral. Así, de acuerdo con la información de los balances empresariales contenida en AMADEUS, la proporción de activos fijos tangibles —que, en principio, pueden ser aportados como garantía en operaciones de préstamo— es mayor en las compañías de servicios, situándose las constructoras en el extremo opuesto. Finalmente, a

6. El impacto diferencial sobre la probabilidad de sufrir dificultades de acceso a la financiación externa reportado para las empresas pequeñas puede estar sesgado al alza debido a la existencia de causalidad inversa (el tamaño incide sobre la existencia de restricciones financieras, pero estas condicionan también la dimensión de la empresa). Al corregir este problema (instrumentando la variable tamaño), el impacto marginal que se obtiene sobre la probabilidad analizada es algo menor (del 9%).

	Impacto marginal
Empresa pequeña (a)	0,127**
Empresa joven (b)	0,160*
Volumen de ventas (c)	-0,038**
Empresa perteneciente a grupo empresarial	0,030
Sector manufacturas	0,186***
Sector construcción	0,268**

FUENTES: WBES y Banco de España.

NOTA: *,**,*** indican valor significativo para un nivel de confianza del 90%, 95% y 99%, respectivamente.

a. Empresa con menos de 50 empleados.

b. Empresa creada en los últimos cinco años.

c. En logaritmos.

la luz de las estimaciones realizadas, la pertenencia a un grupo empresarial no parece tener una influencia significativa sobre las posibilidades de captación de recursos ajenos.

Impacto de las dificultades de acceso a la financiación externa sobre el crecimiento empresarial

Para evaluar el impacto de las dificultades de acceso a la financiación externa sobre el crecimiento empresarial se ha estimado un modelo econométrico en el que la variación del volumen de activos se explica en función de un conjunto de características de las empresas. Con este fin se ha utilizado la información de la base de datos AMADEUS Bureau van Dijk para los cinco países considerados en la sección 2. En conjunto, la muestra incluye en torno a un millón de observaciones correspondientes a unas 155.000 empresas para el período 1995-2005⁷. La estimación se realiza de forma separada para cada uno de los países.

Para cada empresa, se estudia cómo la probabilidad de sufrir dificultades en la obtención de recursos ajenos incide sobre su crecimiento, una vez se ha controlado por otros determinantes que condicionan esta tasa de avance. Dicha probabilidad se aproxima a partir de los resultados presentados en la sección anterior, utilizando los coeficientes obtenidos en la estimación del modelo econométrico. Otras variables incluidas en el modelo son el valor desfasado un período de la tasa de avance del volumen de activos, el tamaño, las posibilidades de crecimiento —aproximadas mediante el incremento de las ventas—, una variable dicotómica que toma valor 1 si la empresa es joven (creada en los últimos cinco años), y diversas ratios financieras: el flujo de caja sobre el activo total, el endeudamiento, la carga financiera (definida como los pagos por intereses sobre el resultado económico bruto de explotación más los ingresos financieros). Finalmente, se incluyen también controles (efectos fijos) para tener en cuenta la situación económica general en cada momento y diferencias estructurales asociadas al sector de pertenencia de cada sociedad.

Los resultados se presentan en el cuadro 3. Como puede observarse, el coeficiente obtenido para la probabilidad estimada de sufrir dificultades de acceso a la financiación externa es negativo y significativo en cuatro de los cinco países considerados, lo que parece indicar que las trabas en la capacidad de obtención de recursos ajenos ejercen una influencia negativa sobre el crecimiento empresarial. Únicamente para Alemania no se obtiene evidencia en esta dirección, lo que podría ser debido al tamaño reducido de la muestra con la que se ha llevado a cabo la estimación en este país y a la baja proporción de empresas pequeñas en esta base de datos.

7. Período 1996-2005 en el caso de Francia.

	FRANCIA	ALEMANIA	ITALIA	ESPAÑA	PORTUGAL
Crecimiento _{it-1}	-0,174***	-0,064**	-0,345***	-0,124***	-0,043**
Tamaño _{it-1}	-0,025***	0,030*	-0,018*	-0,036***	-0,033***
Empresa joven	0,038**	-0,07	0,070***	0,099***	0,089***
Oportunidades de crecimiento _{it-1}	0,288***	0,182***	0,571***	0,175***	0,129**
Flujo de caja _{it-1}	0,411***	0,172***	0,428**	0,492***	0,285***
Endeudamiento _{it-1}	0,047**	-0,161***	0,110***	0,120***	-0,122***
Carga financiera _{it-1}	-0,030**	-0,01	-0,03	-0,031**	
Dificultades de acceso a financiación _{it-1}	-0,133*	0,39	-0,228*	-0,341***	-0,265***
Número de observaciones	282.522	7.955	270.818	317.689	21.266

FUENTES: AMADEUS y Banco de España.

a. El crecimiento se mide como la variación del nivel de activos; empresa joven es una variable dicotómica que toma valor 1 para empresas creadas en los últimos cinco años; las oportunidades de crecimiento se aproximan mediante el volumen de ventas. El tamaño es el logaritmo del volumen de activos. El flujo de caja y el endeudamiento están normalizados por el nivel de activos totales de la empresa.

La carga financiera es la ratio de pagos de intereses por financiación recibida sobre resultado económico bruto más ingresos financieros.

El indicador de dificultades de acceso a financiación se obtiene a partir de los resultados de la estimación presentados en el cuadro 1.

*, **, *** indica significatividad para un nivel de confianza del 90%, 95% y 99%, respectivamente.

Asimismo, el coeficiente estimado para la variable dependiente desfasada un período es negativo y significativo en todos los países analizados, indicando que los períodos con tasas de expansión por encima de la media están seguidos, en general, de fases de menor dinamismo. Por otra parte, el ritmo de avance está relacionado, con la excepción de Alemania, con el tamaño y la edad de la empresa, siendo las de menor dimensión y las de creación reciente las que presentan mayor crecimiento. Las diferencias en esta variable para las empresas más jóvenes y las más maduras son especialmente acusadas en Italia, España y Portugal. Además, es también en los dos últimos países citados en los que los ritmos de avance parecen estar más ligados al tamaño de las sociedades.

Como cabría esperar, unas mayores oportunidades de crecimiento se traducen en un mayor incremento en el volumen de activos. Asimismo, este aumento está también positivamente vinculado al flujo de caja, siendo esta relación más relevante en aquellos países en los que la muestra utilizada presenta un mayor porcentaje de empresas de tamaño reducido (España, Francia e Italia). La existencia de un vínculo más fuerte para estas sociedades podría ser debida a las mayores dificultades de acceso a la financiación externa que presentan, de acuerdo con el análisis mostrado en la sección previa, lo que haría que sus posibilidades de expansión estuviesen más condicionadas por su capacidad de generación interna de recursos. Así, un ascenso de un punto porcentual del flujo de caja sobre el total de activos se traduciría en una elevación del ritmo de crecimiento de entre 0,4 pp y 0,5 pp en España, Francia e Italia, mientras que el impacto estimado en Alemania sería bastante inferior (0,2 pp).

Los resultados relativos al impacto del endeudamiento sobre la tasa de variación de los activos no son concluyentes. Así, se estima un coeficiente negativo y significativo para Alemania y Portugal, mientras que para España, Francia e Italia es positivo y significativo. Esto podría ser debido a la existencia de dos efectos contrapuestos. Por una parte, un volumen de deuda más elevado puede implicar una mayor presión financiera, dificultando el acceso a la financiación externa adicional y, por tanto, ejerciendo un impacto negativo sobre el crecimiento, y, por otra, las empresas con mejores oportunidades de inversión son posiblemente las que acceden con mayor facilidad a recursos ajenos para financiar sus proyectos, lo que se reflejará en

una relación positiva entre ambas variables. Un sencillo análisis de regresión parece indicar que estos dos efectos antagónicos son relevantes para determinar el signo y la magnitud del impacto del endeudamiento sobre el avance de la actividad, ya que parece existir una relación positiva entre las posibilidades de crecimiento y el aumento en la ratio de endeudamiento, pero únicamente cuando esta última se sitúa en niveles moderados.

Por lo que respecta a la carga financiera, los resultados parecen indicar que esta ratio contribuye a ralentizar el crecimiento empresarial. Así, el coeficiente estimado es negativo y significativo para dos de los cuatro países —España y Francia— para los que se dispone de información sobre esta variable, mientras que para Italia el coeficiente, aunque negativo y de magnitud similar a los obtenidos para España y Francia, no es significativo debido a la imprecisión con que se estima.

Conclusiones

En este artículo se han analizado las características empresariales que influyen sobre la capacidad de las sociedades para acceder a la financiación externa y se ha evaluado en qué medida esa capacidad condiciona el crecimiento empresarial. Para ello, se ha combinado la información de la encuesta de opinión empresarial WBES con información del balance y cuenta de resultados de las empresas contenidas en la base de datos AMADEUS para cinco países del área del euro.

Los resultados indican que las empresas jóvenes y las pequeñas son las que tienden a experimentar una menor facilidad de obtención de financiación externa, lo que está ligado, posiblemente, a las mayores dificultades de los prestamistas para evaluar, en estos casos, la trayectoria de las compañías y su capacidad de pago. De hecho, las estimaciones realizadas indican que una buena evolución de las ventas mitiga los problemas de acceso al crédito. Por sectores, las empresas manufactureras, y, especialmente, las constructoras, encuentran mayores trabas que las que operan en el sector servicios.

Como cabría esperar, las dificultades de acceso a la financiación externa tienden a actuar como un freno al crecimiento empresarial. Flujos de caja más elevados favorecen un mayor ritmo de expansión, especialmente en aquellos países para los que la muestra utilizada incluye un mayor porcentaje de empresas pequeñas, que, según los resultados obtenidos, son las que sufren mayores trabas para captar recursos ajenos y, por tanto, podrían tener sus posibilidades de expansión más condicionadas por su capacidad de generación interna de recursos.

La menor facilidad de acceso a la financiación externa para las empresas pequeñas y para las de creación reciente y la estrecha relación existente entre el acceso a la financiación y el crecimiento de la actividad empresarial apuntan la conveniencia de potenciar instrumentos financieros que, como el capital riesgo, están especialmente orientados a compañías jóvenes. También justifican actuaciones públicas dirigidas a corregir los fallos de mercado que limitan la capacidad de expansión de este tipo de compañías.

12.3.2009.

BIBLIOGRAFÍA

- COLUZZI, C., A. FERRANDO y C. MARTÍNEZ-CARRASCAL (2008). *Financing obstacles and growth: An analysis for euro area non-financial corporations*, Documentos de Trabajo, n.º 0836, Banco de España.
- TASK FORCE OF THE MONETARY POLICY COMMITTEE OF THE ESCB (2007). *Corporate Finance in the Euro Area – Including Background Material*, Occasional Paper n.º 63, Banco Central Europeo.