



Universidad de Valladolid

**Facultad de Ciencias Económicas y
Empresariales**

Trabajo de Fin de Grado

Grado en Administración y Dirección de Empresas

**Evolución de la estructura de
capital y variables
macroeconómicas en la empresa
española**

Presentado por:

Arturo Corral González

Tutelado por:

Juan Antonio Rodríguez Sanz

Valladolid, 3 de julio de 2019

INDICE DE CONTENIDOS

1. RESUMEN	1
2. INTRODUCCIÓN	2
3. METODOLOGÍA	4
4. LA INFLUENCIA DEL ENDEUDAMIENTO EN LA ESTRUCTURA DE FINANCIACIÓN	5
4.1 Factores específicos de la empresa y factores institucionales.	5
4.2. Macroeconomía y Endeudamiento	7
5. ESTRUCTURA Y FUENTES DE FINANCIACIÓN EN LA EMPRESA ESPAÑOLA	9
5.1 Evolución reciente de la estructura de financiación y factores determinantes.	9
5.2 Pasivos empresariales y fuentes de financiación.	12
5.3 Financiación bancaria y los mercados en el ciclo económico.	16
5.3.1 La importancia de la financiación bancaria	18
5.3.2 Desintermediación financiera y aparición de financiación empresarial alternativa.	19
6. CONCLUSIONES	23
7. BIBLIOGRAFÍA	26

INDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 5. 1. Tasa de ahorro e inversión de las sociedades no financieras	10
Gráfico 5. 2. Competencia bancaria y margen financiero.....	12
Gráfico 5. 3. Estructura de pasivo de las sociedades no financieras en comparación con la UEM.....	13
Gráfico 5. 4. Tipos de pasivo de las sociedades financieras	15
Gráfico 5. 5. Evolución de la estructura de pasivo de las sociedades no financieras españolas.....	16
Gráfico 5. 6. Variaciones netas en la financiación de mercado y el crédito bancario de las sociedades no financieras	17
Gráfico 5. 7. <i>Crédito de las instituciones financieras monetarias a las empresas no financieras respecto al total del pasivo de las empresas (2003-2012)</i>	18
Gráfico 5. 8. Empresas cotizadas en los mercados alternativos.....	23

1. RESUMEN

El presente Trabajo de Fin de Grado pretende analizar el cambio que han sufrido las empresas españolas en su estructura de financiación, observando los cambios que se han producido con el paso de los años tanto en el endeudamiento de las empresas como en su estructura de financiación, y estableciendo las diferencias existentes entre las estructuras de financiación antes, durante y después de la crisis, tomando como referencia en ciertas ocasiones los datos agregados de la zona euro para relativizar la situación nacional con lo acontecido en la comunidad económica europea. Se presta especial atención al peso que suponen las diferentes fuentes de financiación, entre las que se encuentra la financiación bancaria, sobre el total de la financiación, con el fin de analizar el escenario de recursos propios vs recursos ajenos.

Palabras Clave: Endeudamiento, financiación, crisis financiera

JEL: G30, G32, E32

ABSTRACT

The present Final Degree Project aims to analyze the change that spanish companies have suffered in their financing structure, observing the changes that have taken place over the years both in debt and financing, and establishing the existing differences between the structures of financing before, during and after the crisis, taking as reference in certain occasions the aggregate data of the eurozone in order to relativize the national situation with the European economic community. Particular attention is paid to the weight of the different sources of financing, including bank financing, on the total financing, in order to analyse the scenario of own resources versus external resources.

Key Words: Debt, financing, own/external resources.

JEL: G30 G32 E32

2. INTRODUCCIÓN

Antes del estallido de la crisis, las economías europeas y en general mundiales, experimentaban una fase de expansión. Una fase de intenso crecimiento enmarcada en una política monetaria con unos tipos de interés bajos como principal característica, que junto al momento de estabilidad financiera reinante en aquel momento propició un fuerte crecimiento en el nivel de endeudamiento de las empresas en nuestro país, ayudado por las facilidades de crédito concedidas por el sector bancario y la abundancia de liquidez resultante de los superávits en las balanzas corrientes de ciertas economías.

Durante esos años de auge precrisis, los activos del sistema financiero español se multiplicaron por tres y el crédito bancario creció a un ritmo tal, que era dos veces superior al crecimiento del PIB. Desde el punto de vista empresarial, las empresas multiplicaron por 5 su recurso al endeudamiento, alcanzando su punto más alto en la historia, un 134% sobre el PIB.

En esos procesos de acumulación de deuda, por parte de las sociedades no financieras en este caso, hay que tener en cuenta en primer lugar que si los recursos canalizados mediante dicha deuda son utilizados para inversiones cuya rentabilidad sea superior al coste de la financiación adquirida, se estará generando valor y las cargas financieras de la deuda adquirida podrán ser afrontadas. El problema está en que la rentabilidad esperada de una inversión depende del valor actual de sus flujos de caja futuros, siendo esto un valor incierto, al contrario del pago de la deuda que se ha contraído, que es un valor obligado, conocido y cierto. Por esta razón, la simple acumulación de deuda supone un elemento de alerta ante cualquier perturbación en la economía.

No se sabe con certeza si existe un umbral que marque el nivel óptimo de endeudamiento, pero lo que está claro es que un elevado nivel de endeudamiento significa un elemento de incertidumbre y vulnerabilidad, lo que obviamente aumenta las posibilidades de una crisis del sistema. Crisis sistémica que se ha vivido a lo largo de la historia en varias ocasiones y que se repitió en la crisis de 2007. La moraleja que se saca de dicha crisis es que, una

vez traspasado cierto nivel de endeudamiento, se crean las condiciones óptimas para el estallido de una crisis financiera sistémica.

Si antes hablábamos del caso español, según el FMI, las economías avanzadas aumentaron su endeudamiento casi un 80% en el periodo 2000 - 2008.

La paralización del mercado interbancario ocasionada por la crisis financiera se tradujo en una falta de liquidez sin precedentes, que trajo consigo una fuerte restricción del crédito bancario a empresas y familias. Esta situación de incertidumbre generalizada en los mercados financieros y el carácter sistemático de la crisis bancaria ocasionó una alteración en las condiciones al acceso a la financiación. Esta situación, denominada por algunos “credit crunch” ha obligado a las empresas a cambiar o modificar sus fuentes de financiación durante la crisis, sobre todo en aquellas más dependientes al crédito bancario. Esa excesiva dependencia en una única fuente de financiación se ha demostrado que es un elemento de vulnerabilidad, más aún en momentos de crisis y tensiones macrofinancieras. A pesar del elevado grado de dependencia bancaria que caracteriza al sector productivo español, la financiación procedente de las emisiones al mercado ha contribuido a amortiguar el marcado retroceso experimentado por el flujo de crédito bancario en el periodo de crisis.

Sin embargo, el acceso a esa financiación se limita casi en exclusiva a compañías de gran tamaño.

Según los datos recogidos por el Banco de España, las sociedades no financieras han transformado sus estructuras de financiación, produciéndose un aumento del peso de los recursos propios frente a la deuda, y más específicamente, en los valores de renta fija frente a los de los préstamos bancarios, cuya reducción ha sido más acusada en el caso de España que en el caso de la UEM.

En los últimos años se han impulsado nuevos mercados de valores y canales alternativos a la financiación bancaria, que incluyen plataformas de financiación participativa o nuevas modalidades de entidades de capital riesgo. Estas iniciativas abordadas por las autoridades comunitarias y nacionales han favorecido la diversificación de las fuentes de financiación empresarial.

El objetivo de este trabajo es estudiar ese cambio en la forma de financiación de las empresas, viendo cómo afecta el marco económico, concretamente las condiciones macroeconómicas, a las estructuras de financiación de las empresas de nuestro país.

3. METODOLOGÍA

Para desarrollar este trabajo ha sido necesario recopilar datos y estadísticas que esclarecieran toda la teoría y las distintas afirmaciones que se han establecido desde el periodo de crisis. Para obtener esos datos y estadísticas he acudido al informe del Banco de España de 2018 sobre “La evolución reciente de la financiación no bancaria de las empresas españolas”, el informe anual de 2010 de la Comisión nacional del mercado de valores sobre los mercados de valores y su actuación, el informe del banco BBVA sobre el endeudamiento de las empresas españolas en el contexto europeo y el impacto de la crisis, un artículo redactado por el tutor de este TFG, Juan Antonio Rodríguez Sanz, y el profesor Valentín Azofra Palenzuela, que se titula “El endeudamiento de la empresa española: Teorías y realidades”. Me he apoyado en algún otro artículo que vendrá reflejado en la bibliografía y por último en bases de datos procedentes de organismos como Eurostat o el banco de España.

He organizado el trabajo en dos grandes bloques de contenidos. El primero hace referencia a toda la información relacionada con el endeudamiento, centrándonos en los diferentes factores que lo determinan, cómo afectan a la estructura financiera y observando las tendencias producidas. Para acabar centrándonos en los ciclos económicos y su trascendencia respecto al asunto.

El segundo bloque trata sobre la financiación, evaluando el cambio producido a lo largo de los años, con especial énfasis a los cambios producidos por la crisis, observando las fuentes de financiación, el acceso a ellas y las nuevas posibilidades que se han creado para obtener financiación. Comparando nuestro país con la zona euro en muchos casos para tener una visión relativa del tema.

4. LA INFLUENCIA DEL ENDEUDAMIENTO EN LA ESTRUCTURA DE FINANCIACIÓN

Una de las misiones más importantes para el funcionamiento de las empresas es establecer una estructura de financiación. Ésta estructura va a definir una estrategia para la empresa, la cual suele tratar de maximizar la rentabilidad de la empresa y minimizar el coste de financiación. La financiación puede proceder de diferentes fuentes teniendo cada una sus propias características y coste, de ahí que sea de especial atención la situación de endeudamiento o apalancamiento. Esta financiación será usada por la empresa para hacer posibles inversiones en el activo de la propia entidad. Debido a su gran importancia, la investigación empírica ha solido centrar su atención en la estimación de los determinantes del apalancamiento financiero de las empresas. Siguiendo el estudio de Graham y Leary (2011), lo realmente importante es descubrir que fuerzas económicas condicionan en mayor medida las decisiones de estructura de capital, pero esta tarea no es fácil de llevar a cabo, y nos encontramos con una situación de escasa capacidad predictiva y un contenido empírico insuficiente de las teorías de capital, debido a diferentes condicionantes como pueden ser la incorrecta medición de variables dependientes y explicativas, o estimaciones inadecuadas o sesgadas del apalancamiento.

4.1 Factores específicos de la empresa y factores institucionales

Es evidente que existen diferencias en la estructura de endeudamiento de las empresas. Estas diferencias se deben a diferentes factores, entre los que se encuentran los factores institucionales y aquellos específicos de las propias entidades.

Si hablamos de los factores institucionales, ciertas líneas de investigación (Rajan y Zingales, 1995; Demirgüç-Kunt y Maksimovic, 1999; Booth et al. 2001 y Hanousek y Shamshur, 2011) señalan al marco legal e institucional como un factor determinante del grado de endeudamiento de las empresas. Estas teorías sostienen que los costes y beneficios que las empresas tienen en

cuenta para determinar una estructura de capital vienen determinados por características y factores del país. Las diferencias existentes pueden afectar al trade-off que las entidades se fijan como objetivo. Los determinantes específicos del país con mayor impacto sobre la estructura de capital son los costes en procesos de quiebra, el cumplimiento real de contratos, las exigencias de transparencia y el grado de protección efectiva de los derechos de los acreedores. Estos factores suponen un impacto directo del 22% sobre las ratios de endeudamiento de las empresas, según los datos recogidos por Valentín Azofra Palenzuela y Juan Antonio Rodríguez Sanz en su estudio del endeudamiento de la empresa española.

Si nos centramos en los factores específicos de las empresas, éstos también son capaces de explicar las diferencias existentes en el endeudamiento de las empresas.

Gungoraydinoglu y Öztekin (2011) sostienen que las ratios de endeudamiento del sector, liquidez, rentabilidad, tamaño y tangibilidad explican algo más del 60% de la variación total del apalancamiento, por lo que estas variables representativas podrían ser aquellas con mayor impacto sobre la estructura de capital.

Harris y Raviv (1991) identifican como determinantes más significativos de la estructura de capital los siguientes: el tamaño de la empresa, el grado de tangibilidad del activo, la rentabilidad, las oportunidades de crecimiento, la probabilidad de quiebra y las deducciones fiscales no generadas por la deuda. Según otros estudios, como el de Frank y Goyal (2009), los directivos financieros se fijan un valor o un intervalo de valores como objetivo al que ajustar la ratio de endeudamiento de sus empresas. En esa línea, los investigadores Halling, Zu y Zechner (2011) analizaron la influencia de los cambios en el ciclo de negocios sobre las ratios de endeudamiento objetivo de las empresas, y la velocidad de ajuste a los mismos. Las conclusiones a las que llegaron tras comprobar que durante las recesiones los cash-flows de las empresas disminuyen, los fondos propios de los intermediarios financieros se reducen y los tipos de interés cambian su estructura temporal, fueron las siguientes:

La ratio objetivo de endeudamiento a valores de mercado generalmente es contracíclica.

Proporcionan evidencia empírica de que las empresas ajustan al alza (o a la baja) sus niveles de endeudamiento a valor contable durante las expansiones (recesiones).

Encuentran efectos altamente significativos de los efectos del ciclo de negocios sobre la dinámica del comportamiento financiero de las empresas.

4.2. Macroeconomía y Endeudamiento

Que las estructuras financieras de las empresas y sus niveles de endeudamiento dependen de los factores relativos a las empresas es algo lógico, pero no debemos olvidarnos de los factores externos, y es que las diferencias existentes en las ratios de endeudamiento de las empresas también vienen condicionadas por determinantes macroeconómicos. Estos determinantes siguen la evolución económica por lo que varían con el paso del tiempo, y como consecuencia, las estructuras de capital también cambian con el paso de los años. Es decir, si se producen cambios en esas condiciones macro, los factores microeconómicos y, en consecuencia, el apalancamiento empresarial, también se verán afectados. Por lo que podríamos decir, asumiendo cierto riesgo, que la probabilidad de quiebra y, por tanto, las decisiones de financiación vienen determinadas por la fase del ciclo en la que nos encontremos.

Uno de esos factores importantes es el grado de restricción financiera bancaria al que están sujetas las entidades, ya que marca la reacción de las empresas ante las fluctuaciones cíclicas, de manera que una menor restricción supone emitir deuda contracíclicamente y capital propio procíclicamente. Es decir, si la economía está en una fase recesiva, aquella empresa que se haya financiado mediante entidades bancarias (bajo grado de restricción financiera), seguramente no vaya a obtener más financiación de los bancos ante esa situación negativa de la economía, por lo que deberá obtener financiación por otra vía, y ahí entra en juego la emisión de deuda. Y es que la emisión de deuda por parte de las empresas es una herramienta que las empresas han utilizado en mayor medida después de la crisis como consecuencia de la dificultad de conseguir dinero a través de los bancos. Esta herramienta

funciona de la siguiente manera: las empresas emiten títulos financieros que prometen un pago futuro a cambio de un dinero. Se pide dinero prestado a cambio de títulos que aseguran un pago futuro, son títulos de deuda, que además llevan consigo una rentabilidad para hacerlos atractivos a los compradores. Aquellas empresas con un alto grado de restricción se verán menos afectadas por el ciclo económico, ya que, al tener poca o ninguna relación con los bancos, no están “atadas” a esa financiación y no se ven lastradas por la situación que puedan vivir dichas entidades, acorde con el ciclo económico del momento.

La investigación llevada a cabo por Jordà, Schularick y Taylor (2011), llegó a la conclusión de que existe una relación entre el apalancamiento financiero, medido éste como la tasa de crecimiento del crédito bancario con respecto al PIB durante la fase de expansión, y la severidad de la recesión subsiguiente. Y es que una de las causas de la crisis acontecida en 2008 fue el excesivo endeudamiento del sector financiero en el momento precrisis, siendo este endeudamiento, la relación entre la financiación que necesitan los bancos para conceder préstamos a sus clientes y el capital propio de la entidad, o lo que es lo mismo, la cantidad de capital que obtiene de sus acreedores por cada unidad o euro de su propio capital. Cabe señalar que las entidades bancarias financian sus activos, los créditos mediante su capital propio, su deuda y sus depósitos.

El mismo estudio señala que la deuda y el crédito juegan un rol fundamental en el transcurso del ciclo de negocios, determinando la posibilidad de crisis financiera y el grado de gravedad de las recesiones, siendo éstas más intensas cuando coincidan con crisis financieras o afecten a países con un desarrollo financiero mayor. “A las fases de expansión más intensivas en crédito suelen seguir recesiones más profundas y recuperaciones más lentas” (Jordà, Schularick y Taylor, 2011). Estos autores constatan que el mejor predictor de las crisis financieras son los cambios en la oferta de crédito, especialmente si se producen de forma acelerada.

Podríamos concluir que las decisiones de financiación vienen marcadas por las condiciones macro y los factores específicos de las propias empresas, pero no todos los cambios tienen el mismo efecto en cada empresa, siendo el acceso o

el grado de restricción bancaria al que se enfrentan las entidades para obtener financiación, un factor diferenciador clave.

5. ESTRUCTURA Y FUENTES DE FINANCIACIÓN EN LA EMPRESA ESPAÑOLA

5.1 Evolución reciente de la estructura de financiación y factores determinantes.

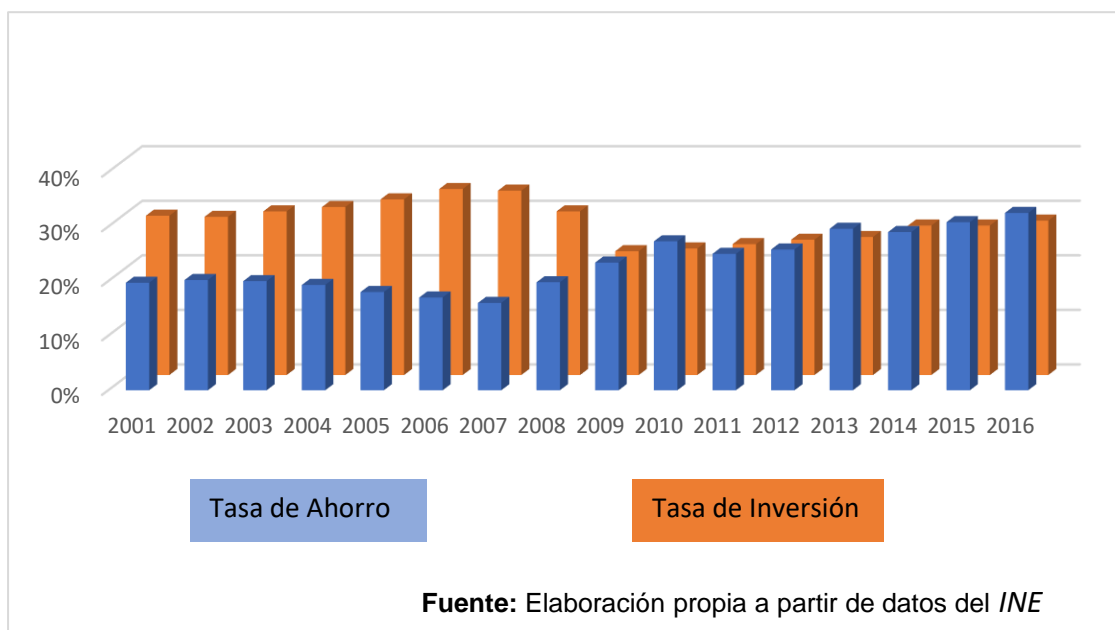
El objetivo principal de este trabajo es observar el cambio en la estructura de financiación de las empresas españolas, centrándonos especialmente en el periodo comprendido a partir de la última crisis hasta el momento actual, pero es necesario que retrocedamos unos años atrás para ver la situación previa y las tendencias existentes en los años 90, ya que la entrada de nuestro país en la unión económica y monetaria (UEM) en 1986 supuso un acontecimiento que iba a tener mucha influencia en la evolución de la financiación empresarial. Esa entrada en la UEM se vio reflejada en la importante caída de los tipos de interés reales de renta fija y de los distintos tipos de operaciones de préstamo. Con ese marco económico, a finales de los 90 se vivía una fase expansiva de la economía, marcada por un alto grado de inversión como consecuencia de la caída del coste de la financiación empresarial, el cual disminuye de forma continua desde la entrada de España en la UEM (de valores comprendidos entre el 6% y el 10% a comienzos de los 90, a un 1% justo antes de la última crisis según la información recogida en el informe de la comisión nacional del mercado de valores (CNMV) del año 2010).

Esa fase de expansión supuso un aumento en las necesidades de financiación de nuestras empresas, y este aumento se produjo en un contexto donde el sistema bancario ejerce un papel principal a la hora de canalizar el ahorro enfocado a la inversión empresarial, relegando a los mercados financieros a un segundo plano. Siguiendo la información del informe anual de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación, dicho incremento en las necesidades de financiación de las entidades se ha satisfecho mediante un aumento en el flujo de crédito bancario, el cual suponía un 30% aprox. de la financiación total

en 1990, a un 50% a finales de 2010. En cuanto a la financiación empresarial y su peso relativo, éste también se vio afectado, ya que la financiación obtenida mediante emisiones de renta fija y variable pasó de un peso superior al 30% en 1990 a valores próximos al 20% en 2010.

Tras el estallido de la crisis, la tendencia de financiación que seguían las sociedades no financieras para hacer frente a sus inversiones productivas se quedó estancada. Las urgentes necesidades de formación bruta de capital fijo (inversión) en los años anteriores a la crisis, superaban con creces los recursos internos (ahorro), de ahí que las empresas recurrieran a financiación externa (pasivos financieros), destinándose esta a reducir el gap entre inversión y ahorro, por una parte, y a la compra de activos financieros por otra. En el siguiente gráfico podemos observar esa diferencia existente entre el ahorro y la inversión, y como se ha reducido a raíz de la crisis.

Gráfico 5. 1. *Tasa de ahorro e inversión de las sociedades no financieras*



Por otro lado, el proceso de convergencia de los tipos de interés, entre nuestro país y los pertenecientes a la UEM desencadenó una respuesta más intensa de la demanda de financiación empresarial en España en comparación con la mayoría de las economías de la eurozona, lo cual explica el aumento en el

recurso de la financiación procedente del exterior vivido entre 1990 y 2010, la cual paso de suponer un 15% del pasivo total de las empresas no financieras españolas, a situarse en un 23% en 2010.

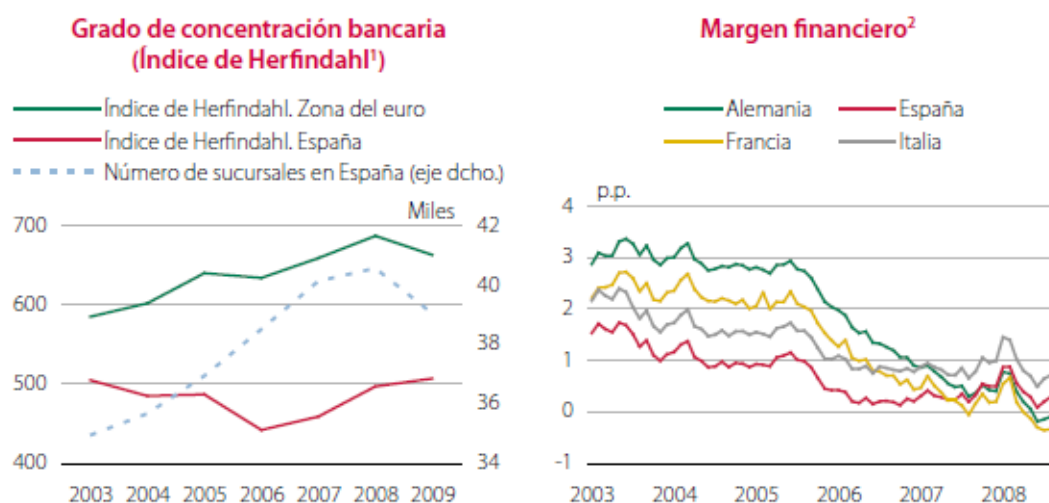
Resumiendo, podríamos decir que este retroceso en el peso relativo de los mercados frente al sector bancario en el periodo 1990-2010 vino acompañado de tres tendencias en la estructura de financiación empresarial:

- El importante aumento en el peso absoluto y relativo de la financiación bancaria.
- La disminución en la importancia relativa de los fondos propios como fuente de financiación estable.
- El incremento en el recurso a la financiación procedente del exterior.

Un factor decisivo en el crecimiento del endeudamiento empresarial y la variación de su composición ha sido el extraordinario dinamismo que han presentado algunas ramas de actividad que suelen presentar mayores tasas de endeudamiento. Hablamos del caso de la construcción y los servicios inmobiliarios, que pasaron de suponer un 10% del valor añadido bruto total a valores cercanos al 15% en los últimos años precrisis. En ambos casos se trata de actividades especialmente intensivas en el uso del crédito bancario (financiación ajena). El importe de la deuda por unidad de valor añadido en estos sectores considerados conjuntamente y antes del estallido de la crisis, era casi el doble que el observado en la industria o el sector servicios.

Por último, otro factor que podría estar detrás del aumento del crédito bancario es el elevado grado de competencia presente en el sector de las entidades de crédito nacionales durante los últimos años del periodo analizado. Este grado de competencia se ha apreciado en el rápido crecimiento del número de sucursales bancarias durante ese periodo de tiempo, y es que todos hemos observado como diferentes entidades bancarias han ido ocupando locales y con ello cubriendo todas las zonas y barrios de las ciudades. El nivel medio de competencia bancaria en nuestro país ha sido superior al de la UEM según el índice de Herfindahl, que es un indicador del grado de concentración bancaria utilizado para medir aproximadamente el nivel de competencia. Este elevado nivel de competencia produce un abaratamiento relativo de la financiación bancaria respecto a otras fuentes de financiación alternativas.

Gráfico 5. 2. Competencia bancaria y margen financiero



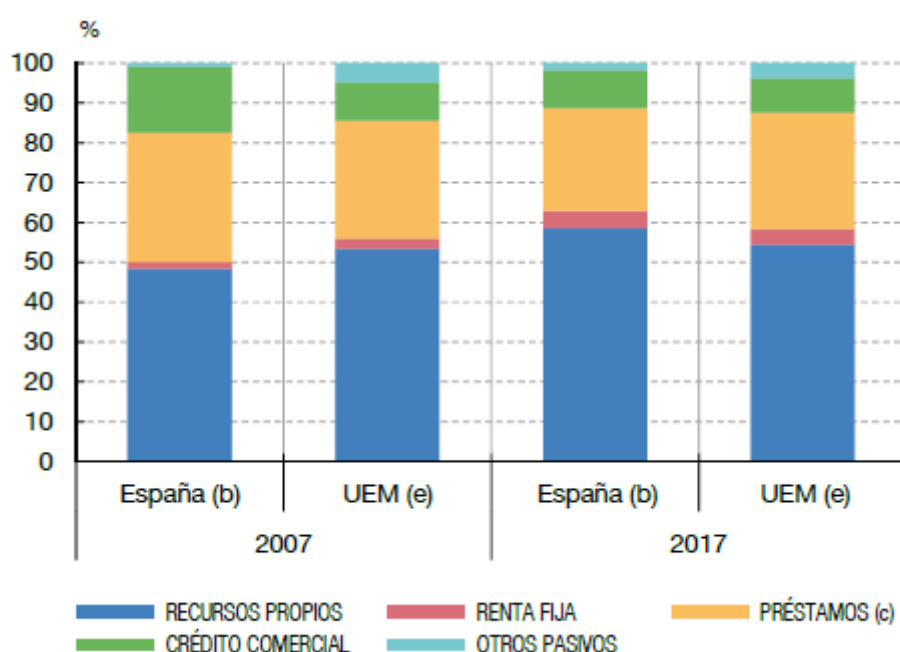
Fuente: BCE. (1) Este índice se define como la suma de los cuadrados de las cuotas de mercado de las entidades que pertenecen a una industria o sector. Un valor más bajo del índice está asociado con un número mayor de empresas con cuotas de mercado reducidas y, por tanto, con un sector donde existe, en principio, una competencia mayor. (2) El indicador de margen financiero está calculado como la diferencia entre el tipo de interés aplicado a los préstamos a largo plazo concedidos a las empresas y al Euribor a un año.

5.2 Pasivos empresariales y fuentes de financiación

La crisis de 2008-2009, como actriz principal que es del reciente ciclo económico sufrido, ha afectado de manera distinta en las estructuras financieras de las diferentes empresas. Estas diferencias se aprecian de manera más clara si se analiza esa variación de la estructura por países, como está reflejado en el informe del banco BBVA sobre el endeudamiento de las empresas españolas en el contexto europeo. Según este informe, de 12 países de la eurozona (Luxemburgo, Bélgica, Francia, Portugal, Irlanda, España, Austria, Italia, Grecia, Países Bajos, Finlandia y Alemania), el endeudamiento ha aumentado en todos los países a excepción de Austria y Bélgica desde el año 2000. De las principales economías del euro, en España el peso de la financiación ajena en el total ha aumentado 5 puntos porcentuales, pasando de un 49% a un 54%, en 2000 y 2012 respectivamente.

Tomando como referencia un gráfico del informe del Banco de España, comparamos esas estructuras de los pasivos de las sociedades no financieras entre nuestro país y la media de la UEM. Donde se observa un claro aumento de la financiación mediante recursos propios, restando importancia a los préstamos y al crédito comercial.

Gráfico 5. 3. Estructura de pasivo de las sociedades no financieras en comparación con la UEM



Fuente: Eurostat, Banco de España. Informe del banco de España 2018.

La estructura de la deuda también difiere por países, así que vamos a centrarnos ahora en la estructura de nuestro país y en cómo se comportan las fuentes de financiación ajenas, considerando como tales al crédito bancario, al crédito comercial y a la financiación mediante emisión de títulos de renta fija.

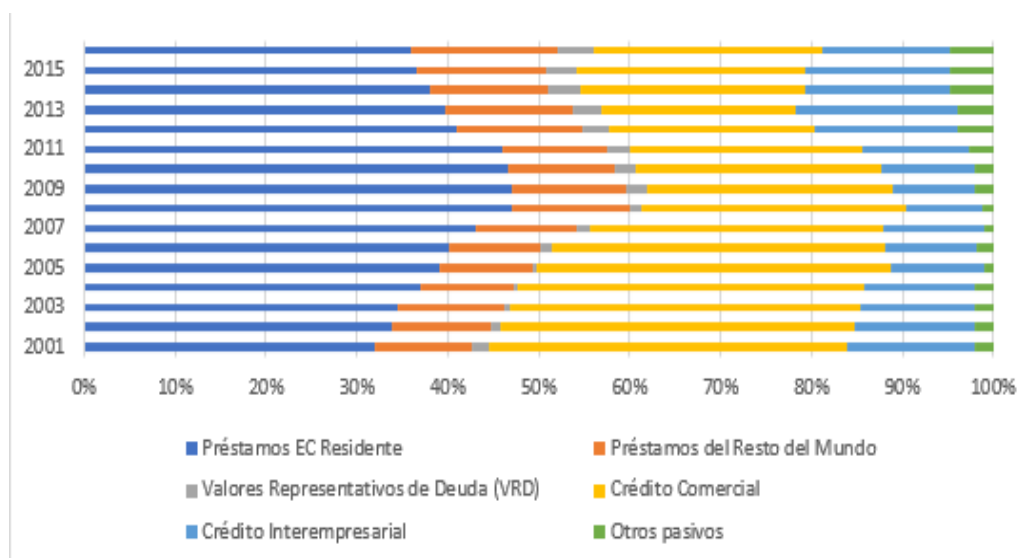
Crédito Bancario: Es la principal vía de financiación ajena de las empresas no financieras, sobre todo en el caso de las pymes, las cuales tienen restricciones más severas a la hora de acceder a financiación procedente de los mercados. Con datos de 2012 sacados del BCE, la vía de financiación ajena más

importante es el préstamo, representando el 31% de la financiación total (ajena + propia) de las empresas europeas. Nuestro país se encuentra entre los países donde más ha aumentado el peso del préstamo en el total de los pasivos financieros, según los datos del informe del banco BBVA, recogidos del BCE para los subperiodos que abarcan desde el año 2000 hasta el 2º Trimestre de 2008, y desde el 3er Trimestre de 2008 hasta 2012. Este aumento en la importancia relativa del préstamo como fuente de financiación se debe al elevado ritmo de crecimiento que experimentó en la anterior fase de expansión. En España, al contrario que otros países de la zona euro, el préstamo ha seguido aumentando su peso en la financiación total del 2008 al 2011. En el año 2012 la tendencia cambia, y el préstamo cae 1 punto porcentual.

Crédito Comercial: Es la segunda fuente de financiación ajena más importante para las empresas europeas, también es la primera fuente de financiación que se resiente al comienzo de la fase recesiva, y la que se suele recuperar con más vigor en las primeras fases de recuperación. En España, el peso relativo de esta fuente es del 12.3%, superior a la media europea (10.4% en 2012). Sin embargo, desde el 2000 su peso ha caído, ya que por aquel entonces su peso era del 19.5% según las cuentas financieras del banco de España. Este crédito se muestra volátil alrededor de la fase recesiva. Esto puede deberse a las características de esta modalidad de financiación, donde las entidades intervinientes tienen un alto grado de información acerca de la situación financiera de las contrapartes y del mercado donde se llevan a cabo las operaciones, al tratarse normalmente de financiación concedida en el contexto de relaciones cliente-proveedor.

Títulos de renta fija: Esta financiación representa en 2012 el 4.1% del total de las empresas europeas, siendo el peso de esta fuente en el 2000 1.5 puntos porcentuales menor según la información recogida en el informe del BBVA. Nuestro país es con diferencia aquel donde menor es la importancia relativa de esta fuente de financiación. El peso de la emisión de deuda como mecanismo de financiación no llega al 1% en España.

Gráfico 5. 4. Tipos de pasivo de las sociedades financieras

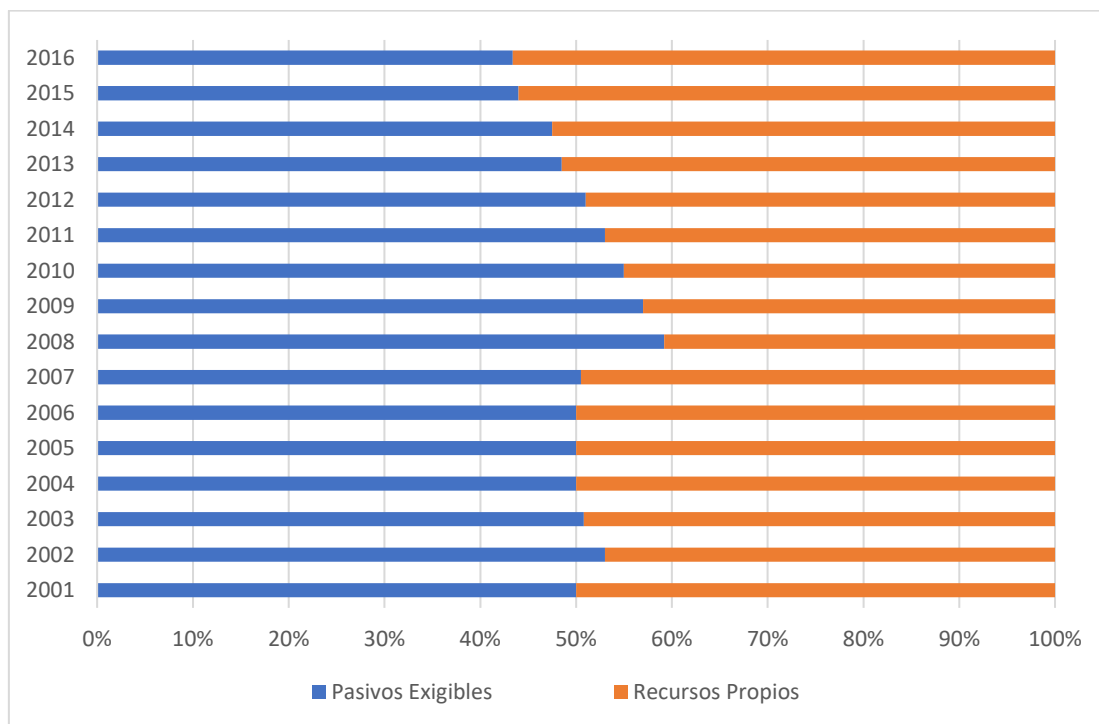


Fuente: Elaboración Propia a partir de datos del Banco de España

Los cambios que se han producido en la estructura financiera de las empresas antes y después de la crisis, como hemos visto reflejado en el gráfico anterior sobre los tipos de pasivos y tras haber analizado las fuentes de financiación ajena, se aprecian mejor observando la contribución de los recursos propios y ajenos a esa variación o cambio en la estructura de financiación. En España, la financiación total en el periodo de expansión creció a un ritmo del 14.2% al año, siendo este crecimiento más de dos veces superior al experimentado por el agregado de la zona euro (7% de tasa anual de crecimiento). En el periodo de crisis se registró una tasa ligeramente positiva, del 0.5% concretamente, explicada por la caída de la contribución de los recursos propios y la ralentización de la financiación ajena. En España, cerca del 45.3% de la variación de la financiación total viene explicada por el aumento de la financiación ajena siguiendo la información reflejada en el informe del banco BBVA. Durante la fase de crisis, la financiación total cayó en España, debido sobre todo a la caída de los recursos propios, los cuales se redujeron a una tasa anual del 2.2%, no obstante, del 2010 al 2013, las sociedades no financieras españolas han incrementado sus recursos propios un 18%, al

contrario que los recursos ajenos, los cuales han experimentado una caída del 16%, como se puede observar en el gráfico a continuación.

Gráfico 5. 5. *Evolución de la estructura de pasivo de las sociedades no financieras españolas*



Fuente: Elaboración Propia a partir de los datos del Banco de España.

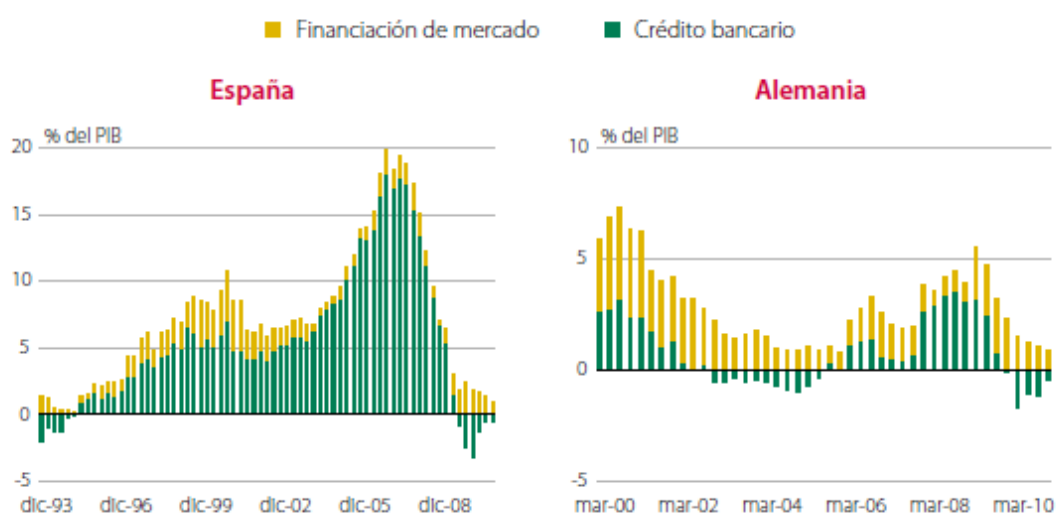
5.3 Financiación bancaria y los mercados en el ciclo económico.

Los mercados financieros pueden jugar un rol muy importante a la hora de amortiguar las caídas del crédito bancario durante los periodos de recesión. Así, durante una fase de recesión, cuando los agentes que en gran medida canalizan sus fondos hacia las empresas inversoras a través de los mercados vean que su capacidad para ofrecer financiación es afectada en menor medida que el sector bancario, se espera que el retroceso sufrido en el flujo de crédito de ese sector pueda ser compensado mediante una actividad más intensa en los mercados financieros. La financiación a través de mercados se verá menos afectada debido a la elevada dependencia depositada sobre el crédito bancario como fuente de financiación, que gracias a las condiciones que tenía para financiarse a tipos muy bajos, hizo que los mercados fueran poco o nada

atractivos para las empresas, por lo que al representar un peso mucho menor sobre la financiación total que el crédito bancario, le afectará en menor medida la crisis.

La evidencia disponible mediante datos de los bancos centrales nacionales, Dealogic y el FMI, para varios países de nuestro entorno señalan que el flujo de financiación neta empresarial proveniente de las emisiones en los mercados muestra un comportamiento contracíclico en las fases de crisis. Desde el inicio de la última crisis, el sector productivo ha obtenido financiación neta a partir de los mercados, la cual no sólo no ha decaído, sino que ha aumentado con respecto a la fase previa a la crisis, siendo este aumento muy significativo en algunos países. Así, esa financiación obtenida de los mercados ha compensado en la medida de lo posible, el descenso del flujo bancario durante el periodo más reciente. Me ha parecido interesante la comparación que realiza la CNMV respecto a este tema, entre Alemania y España. Podemos ver en el gráfico siguiente las variaciones netas en la financiación de mercado y el crédito bancario de las sociedades no financieras de estos dos países, donde se aprecian significantes diferencias.

Gráfico 5. 6. Variaciones netas en la financiación de mercado y el crédito bancario de las sociedades no financieras



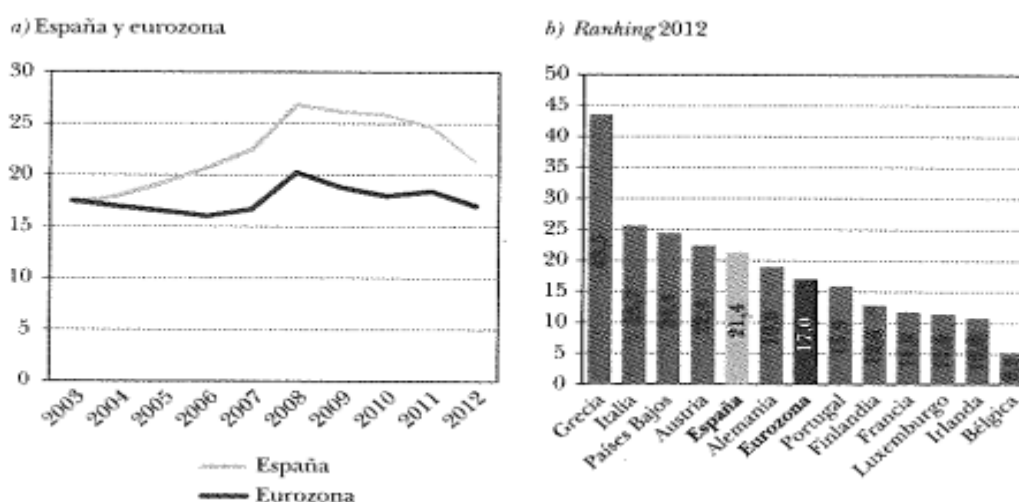
Fuente: FMI, Dealogic y bancos centrales. Informe de la CNMV. (1) Emisiones netas de renta fija y renta variable cotizadas. (2) Variaciones en el saldo vivo de préstamos de las entidades de crédito residentes y no residentes

5.3.1 La importancia de la financiación bancaria

La abrupta contracción del crédito bancario que se ha producido en algunos países vulnerables tras el impacto de la crisis y que responde a factores de oferta y demanda, ha suscitado interés y preocupación a muchos. Las entidades, ante tal situación de restricción al crédito bancario, se han visto obligadas a recurrir a fuentes de financiación externas o la autofinanciación para suplir esa falta de acceso a la financiación bancaria.

En 2003, el peso de la financiación bancaria en relación con el total de los pasivos financieros para las empresas españolas era similar a la media europea, siendo esta un 18%. Pero el porcentaje en 2008 fue superior en las empresas españolas debido al crecimiento experimentado en el periodo de expansión, situándose el dato español 6,6 puntos porcentuales por encima del dato europeo. Y en 2010, la brecha aumentó, fijando la diferencia esta vez en 8 puntos porcentuales. En el año 2012, las empresas españolas figuran en el quinto puesto a la hora de su dependencia a la financiación bancaria. Toda esta información queda plasmada en los gráficos que utiliza el banco BBVA en su informe y que he plasmado a continuación.

Gráfico 5. 7. Crédito de las instituciones financieras monetarias a las empresas no financieras respecto al total del pasivo de las empresas (2003-2012)



Fuente: BCE y Eurostat. Informe del BBVA.

Esta dependencia respecto a la financiación bancaria de ciertas empresas ha supuesto la creación de un escenario de *credit crunch*, lo cual supone un serio problema, ya que se trata de un escenario perverso, donde la demanda de crédito aumenta y la oferta desciende. En el caso de España, el peso de los préstamos bancarios en el pasivo total durante las fases de expansión y crisis ha llevado a cabo una evolución creciente muy intensa, aumentando la ratio un 28%. En Grecia esta ratio creció un 67%.

5.3.2 Desintermediación financiera y aparición de financiación empresarial alternativa.

Hemos visto como la financiación a través de los bancos ha pasado de ser la fuente principal de financiación a ver reducido su peso de forma considerable. Durante los últimos años, las compañías han reemplazado parte de su financiación basada en préstamos y créditos bancarios por la emisión de valores de renta fija y de renta variable, lo que se traduce en un proceso de desintermediación financiera. Esta creciente desintermediación financiera responde a factores de carácter coyuntural y estructural. Entre los coyunturales, el principal factor es la política del Banco Central Europeo, caracterizada por un entorno de tipos de interés bajos y por las medidas de expansión monetaria, las cuales conducen a los inversores a asumir mayores dosis de riesgo a la hora de buscar rentabilidades, favorecido este proceso por la inclusión en su programa de compra de activos de bonos de sociedades no financieras. Estas políticas del BCE han ayudado a las empresas a encontrar rentabilidades exigidas en sus emisiones de bonos inferiores al tipo de interés ofrecido por los bancos en sus préstamos financieros. La reforma llevada a cabo en el sector bancario, así como su saneamiento y las regulaciones de solvencia establecidas, dificultaron la concesión de préstamos por parte de las entidades bancarias.

Si hablamos de factores estructurales, hay que destacar el esfuerzo realizado por las empresas a la hora de sanear su situación financiera, favoreciendo su entrada en los mercados de capitales, así como las reformas en el mercado de deuda, con la creación del Mercado Alternativo de Renta Fija, que es más eficiente y de fácil acceso para empresas de menor dimensión, o la

modificación parcial del régimen de emisión de obligaciones, simplificando los requisitos aplicables.

Este proceso se ha producido de forma general en las economías de todos los países industrializados, siendo en España algo más acusado. Precisamente, en los años 2009-2017, la financiación vía préstamos ha caído 34mm al año, mientras que las empresas españolas no financieras han captado financiación en los mercados de valores por un valor medio anual de 50mm.

Siguiendo el análisis que hace el Banco de España en su informe sobre la evolución reciente de la financiación no bancaria de las empresas españolas, vamos a estudiar los diferentes mercados alternativos, que ya hemos introducido anteriormente, y su función como fuentes de financiación alternativa.

Mercados de renta fija

La cantidad de entidades españolas que han recurrido a la emisión de valores de renta fija para captar fondos ha aumentado de forma considerable durante los últimos años (siendo el número de emisiones en 2017, algo más de 6 veces superior al de 2007). Esta evolución se ha visto ayudada por el marco de recuperación económica y el abaratamiento del coste relativo de esta forma de modalidad frente a los préstamos bancarios.

En 2015 se aprobó una ley de fomento de la financiación empresarial que modificó el régimen de obligaciones existente por aquel entonces en dos direcciones. Por un lado, a las sociedades anónimas se les quitó el límite cuantitativo a la hora de emitir obligaciones. Y por el otro lado, permitió a las sociedades limitadas emitir obligaciones simples, capacidad de la que antes no disponían.

A partir del año 2014, se permite que las emisiones de obligaciones que cumplan determinados requisitos (la admisión en un mercado regulado o en un sistema multilateral de negociación, como el MARF), que sean realizadas por cualquier sociedad residente en nuestro país, no estén bajo sometimiento ni retención a tributación en España (en el caso de inversores no residentes), además de suprimir ciertas obligaciones de información hacia la hacienda pública. Todos estos factores, junto con la creación del MARF, del que hablaremos próximamente, han llevado a las emisiones de tamaño medio a un

creciente protagonismo, suponiendo un importe entre 5 y 100 millones de euros. Este número creciente de emisiones es en parte reflejo del acceso a esta financiación por parte de empresas de menor tamaño de lo normal y que tradicionalmente no habían participado en este modo de financiación. Si hablamos de sectores económicos, cada vez son más las ramas de actividad que acuden a este mercado de financiación, siguiendo la tendencia creciente de esta financiación.

Otra característica relevante del mercado de renta fija de España es que una parte destacada de las emisiones se realiza en el exterior, por parte de filiales no residentes pertenecientes a ciertos grupos corporativos.

Mercados de renta variable

El recurso a la renta variable ha sido, desde el comienzo de la crisis, la fuente de financiación externa principal para las compañías, con unos flujos netos de emisión positivos durante todo el periodo, lo que encaja perfectamente con el proceso de desapalancamiento. La mayor parte de estas emisiones corresponden a empresas no cotizadas. Si nos referimos a aquellas cotizadas, los volúmenes captados no señalan una tendencia definida y clara a lo largo de la fase analizada. La volatilidad observada en el volumen de financiación captado por las entidades no financieras mediante acciones en mercados no cotizados está presente también en los sectores de actividad, siendo la industria, energía y suministros, la rama más activa, que representa un 38% del total de los fondos captados a través de la emisión de acciones durante los años 2005-2017.

Por otra parte, los emisores en mercados cotizados siguen un perfil irregular, siendo la media de unos 30 emisores por año. Durante los últimos años se han ido incorporando nuevos emisores, aunque la proporción que representan sobre el total ha sido más reducida.

Mercados alternativos

Siguiendo la tendencia observada en países de nuestro entorno, durante los últimos años han nacido en España mercados de valores alternativos como mecanismos más especializados en la captación de recursos financieros por parte de las compañías, las cuales pedían un panorama diferente al que

ofrecen los mercados regulados, donde suelen participar empresas de gran tamaño.

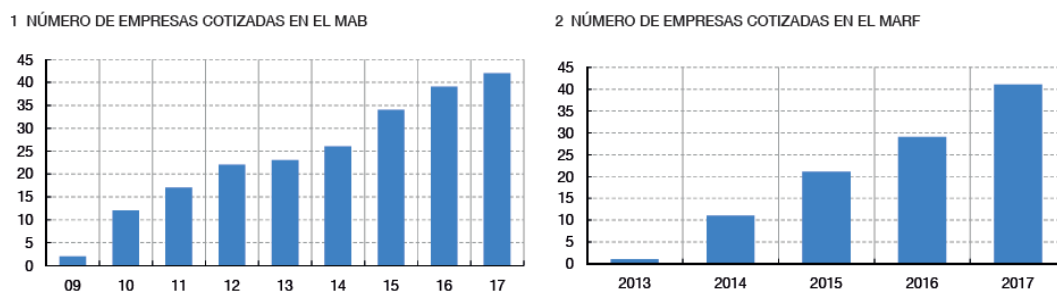
El MAB, creado en 2006, es un sistema multilateral de negociación que busca dar oportunidades de financiación a empresas en expansión, a través de la emisión y negociación de acciones o participaciones. Una alternativa a los mercados bursátiles tradicionales a los que ciertas empresas no pueden acceder debido a su dimensión. Dentro del MAB existen diferentes secciones: empresas en expansión, sociedades de inversión de capital variable, entidades de capital riesgo, fondos, sociedades de inversión libre y sociedades anónimas cotizadas de inversión inmobiliaria.

Otro sistema multilateral de negociación es el MARF. Éste fue creado, en 2013, para canalizar recursos, principalmente a las sociedades de tamaño medio y pequeño, mediante valores de renta fija. Para entrar a este mercado, los requisitos se han flexibilizado con respecto a los existentes en los mercados oficiales, consiguiéndose así una mayor agilidad y un menor coste a la hora de tramitar las emisiones. En este mercado se negocian valores a corto, medio y largo plazo, tratándose desde pagarés hasta bonos.

Estas novedosas iniciativas han sido apoyadas a través de algunos cambios regulatorios, propiciando un escenario que ha ayudado a una evolución creciente de las participaciones en estos mercados a lo largo de los últimos años. Así, el número de sociedades admitidas a negociación en estos mercados alternativos ha superado la cifra de 40 emisores en los dos mercados mencionados anteriormente en 2017.

Sin embargo, este crecimiento en los mercados alternativos no llega a suponer un cambio en el volumen total de financiación captada, ya que, en relación con los mercados de renta fija y variable, los volúmenes son muy reducidos. Tanto en el MAB como en el MARF, se alcanzaron en 2017 unos volúmenes menores al 1% de la financiación con valores captada por el agregado de las empresas no financieras. La evolución que se está produciendo en estos mercados alternativos respecto a las empresas participantes se observa mejor en los gráficos siguientes:

Gráfico 5. 8. Empresas cotizadas en los mercados alternativos



Fuente: Mercado Alternativo de Renta fija, Mercado Alternativo Bursátil y Banco de España. Informe de la CNMV.

6. CONCLUSIONES

Con este trabajo se ha pretendido dar una visión general y clara de la evolución de las estructuras de financiación de las empresas de nuestro país, observando cómo estas son modificadas por diferentes factores y agentes.

Es indudable que los factores específicos de las empresas juegan un papel clave a la hora de fijarse unas cuotas o ratios de endeudamiento, ya que, por ejemplo, el simple hecho de ser de un tamaño u otro condiciona el acceso a una financiación externa muy necesaria en muchos casos. Pero también debemos prestar atención al contexto institucional, puesto que las condiciones que existen en cada país para el ámbito empresarial no son las mismas y esto afecta de manera diferente a las empresas y su estructura financiera. No obstante, todos estos factores quedan relegados a un segundo plano al hacer referencia al ciclo económico como condicionante no sólo de la estructura de financiación de las empresas, sino del funcionamiento de la actividad económica en general, ya que el ciclo afecta al nivel objetivo de endeudamiento que se fijan las empresas y a los tipos de interés entre otras cosas, siendo estos dos ejemplos, elementos claves en el tema tratado en este trabajo.

Los condicionantes macroeconómicos como es el grado de restricción financiera también repercuten en la planificación de la financiación de las empresas, debido a su indudable relación con el ciclo económico que como hemos dicho previamente, es el principal causante de todos los cambios producidos. La crisis vivida, que es la última gran alteración sufrida en el ciclo económico vino precedida de un cambio descontrolado y acelerado de la oferta

de crédito y siguiendo la línea de investigación de algunos economistas, este hecho es un claro indicador de que una fase recesiva está por llegar.

Años previos a esa crisis, se vivía una fase expansiva que ayudada por los tipos de interés bajos hizo que se buscara en exceso financiación, siendo los bancos los principales agentes que cubrieron esa necesidad de financiación. El claro ejemplo de que se depositó excesiva confianza en los bancos como instrumentos de financiación, fue el grado de concentración bancaria vivido en las ciudades de nuestro país. Se prefirió buscar financiación en los bancos y agentes externos a intentar financiarse mediante los recursos propios.

Las fuentes de financiación vieron como se modificaba su peso con el transcurso de la crisis, siendo los recursos propios los más afectados. Su caída hizo que la financiación total en nuestro país también se viera disminuida.

Sin duda, el factor clave en toda esta evolución de la estructura financiera ha sido la elevada dependencia que existía sobre el crédito bancario, provocando un escenario de “credit Crunch”, en el cual la demanda de crédito sigue aumentando, pero la oferta se reduce. Tras el estallido de la crisis, el peso de la financiación vía bancaria se ha reducido como es lógico, y ese peso se ha depositado en otras fuentes alternativas como son los mercados de valores de renta fija o variable entre otras, produciéndose un proceso de desintermediación financiera.

Personalmente, creo que se debería ser más cauto a la hora de estructurar la financiación, ya que obtener toda la financiación, o la mayor parte, de una misma fuente no es buena idea. Me viene a la cabeza la típica frase de “*no meter todos los huevos en la misma cesta*”. Sin embargo, las condiciones que ponen las entidades bancarias en momentos de bonanza económica hacen que sean muy atractivas para las empresas y las personas, las cuales no ven peligro alguno a la hora de financiarse a través de dichas entidades. Pienso que la falta de información que tiene la población acerca de la posibilidad de financiarse mediante empresas que sean rentables (pudiendo incluso obtener dividendos al cierre de cada ejercicio) favorece a las entidades bancarias que junto al bombardeo de publicidad que realizan, hacen creer que es la mejor vía de financiación. Esa confianza que deposita la gente en los bancos, se la

deben ganar las empresas a través de transparencia y ofreciendo planes de acciones.

También creo que se debería fomentar y apoyar los mercados de valores alternativos ya que suponen una opción accesible y necesaria para muchas empresas, en especial las de pequeño y mediano tamaño.

Actualmente, se están empezando a notar ciertos síntomas precedentes a una fase recesiva, y es que debido a motivos como la guerra comercial entre EE. UU. y China, y la incertidumbre de la salida del reino unido de la UE están provocando incertidumbre en los mercados. El consumo se ha ralentizado y los grandes inversores ante ese panorama de incertidumbre no están tomando decisiones.

España a día de hoy, crece a un ritmo superior a la media europea por lo que veremos cuanto tarda en afectarnos toda esta situación de incertidumbre internacional, económicamente hablando.

7. BIBLIOGRAFÍA

- Antena 3 noticias (2019): https://www.antena3.com/noticias/hay-algun-sintoma-de-que-estemos_201903115c86c50e0cf2f258746eb1db.html
- Bolsamania (2007): <https://www.burbuja.info/inmobiliaria/threads/descripcion-de-un-credit-crunch-paso-a-paso.44298/>
- BBVA (2019): <https://www.bbva.es/general/finanzas-vistazo/fondos-inversion/que-es-la-renta-fija/index.jsp>
- Bolsas y Mercados Españoles (2019): https://www.bolsasymercados.es/BME_4Companies/esp/Producto/Financiacion-Emision-Titulos-Renta-Fija
- Ismael de la Cruz, Cultura Financiera (2018): <https://www.ismaeldelacruz.es/que-sucede-al-subir-tipos-de-interes-todas-las-consecuencias-para-el-inversor/>
- Selfbank (2018): <https://blog.selfbank.es/emision-de-deuda-el-arma-de-las-empresas-para-financiarse-2/>
- BBVA (2016): ¿Qué es el ratio de apalancamiento y cómo se calcula? <https://www.bbva.com/es/ratio-apalancamiento-bancario-la-calidad-tan-importante-la-cantidad/>
- BBVA (2014): “Endeudamiento de las empresas españolas en el contexto europeo. El impacto de la crisis”
- CNMV (2010): Informe Anual “sobre los mercados de valores y su actuación”.
- Banco de España (2018) “La evolución reciente de la financiación no bancaria de las empresas españolas.
- Azofra Palenzuela V. y Rodríguez Sanz J. (2012): “El endeudamiento de la empresa española: Teorías y realidades”, *Papeles de economía española*, 132, pp. 37-61
- Natalia Mokhova y Marek Zineckera (2014): “Macroeconomic factors and corporate capital structure”, *Procedia – Social behavioral Sciences*, 110, pp. 530-540.
- CEOE (2017): Informe “Evolución de la financiación empresarial desde la crisis: el proceso de desapalancamiento y los cambios en la composición de los pasivos”

- Graham y Leary (2011): “A Review of Empirical Capital Structure Research and Directions for the Future”, *Annual Review of Financial Economics*, 3, pp. 309-345.
- Rajan y Zingales (1995): “What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International data”, *Journal of Finance*, Vol.50, nº 5, pp.1421-1460.
- Demirguc-Kunt y Maksimovic (1999): “Institutions, financial markets, and firm debt maturity”, *Journal of Financial Economics*, Vol.54, nº3, pp. 295-336.
- Booth et al. (2001): “Capital Structures in Developing Countries”, *Journal of finances*, 5, pp. 87-130.
- Hanousek y Shamsur (2011):” A stubborn persistence: Is the stability of leverage ratios determined by the stability of the economy?”, *Journal of Corporate Finance*, Vol.17, nº5, pp. 1360-1376.
- Harris y Raviv (1991): “The Theory of Capital Structure”, *Journal of Finance*, Vol. 46, nº1, pp.297-355.
- Frank y Goyal (2009): “Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?”, *MPRA Paper from University Library of Munich*.
- Jordà, Schularick y Taylor (2011): “When Credit Bites Back: Leverage, Business Cycles, and Crises”, *IMF Economic Review*, Vol. 59, nº2, pp. 340-378.
- Gungoraydinoglua y Öztekin (2011): “Firm (and country) level determinants of corporate fiance”, *Journal of Finance*, 17, pp 1457-1474.