FINANCIACION DE LA EMPRESA ESPAÑOLA: EVOLUCION RECIENTE

La empresa española ha debido superar en los últimos años importantes problemas relacionados con sus fuentes de financiación, pero, como señalan los autores de este artículo —**Angel Bergés, Emilio Ontiveros** y **Francisco J. Valero**—, el análisis de su comportamiento muestra que se ha ido alcanzando un notable nivel de madurez. Los autores aportan, en este sentido, datos y reflexiones muy interesantes en torno a la estructura financiera de las empresas, la financiación exterior de la empresa española y el papel del mercado de valores en la financiación empresarial.

I. INTRODUCCION

En otros artículos de este mismo número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA se aborda la evolución reciente de diferentes aspectos de las empresas españolas, siendo la conclusión más generalizada que éstas han alcanzado un grado de madurez en consonancia con el observado para la economía en su conjunto, a lo cual no ha sido ajeno, sino todo lo contrario, el proceso de modernización, liberalización y apertura al exterior llevado a cabo en la segunda mitad de la presente década, siendo especialmente relevante, en este sentido, la incorporación a la CEE.

Esa madurez tiene más motivos todavía para haberse producido en los aspectos financieros de las empresas, y ello por dos razones. En primer lugar, por la propia dinámica interactiva entre la *performance* y la financiación empresarial, mutuamente incentivadoras, en la medida en que una mejor *performance* atrae más capitales hacia las empresas, que a su vez permiten a éstas un mayor crecimiento, y la consiguiente obtención de economías de escala.

En segundo lugar, porque ha sido en los mercados financieros donde se han puesto de manifiesto con mayor intensidad los movimientos de apertura, liberalización e internacionalización que la segunda parte de la década ha traído consigo. De hecho, no es infrecuente escuchar el argumento de que la liberalización y dinamización de los mercados financieros ha conducido simplemente a una «excesiva» multiplicación de transacciones exclusivamente entre intermediarios y participantes del sistema financiero en general, siendo mucho más escasas las ventajas que las empresas han obtenido de los fenómenos apuntados.

Aunque de forma un tanto matizada, por la complejidad del entorno en que se mueve la financiación empresarial, bien pudiera ser la anterior una de las principales conclusiones que se deducen del presente estudio sobre evolución reciente de la financiación de la empresa española, estudio que se lleva a cabo desde una doble perspectiva, siendo el mensaje que emerge de ésta claramente complementario.

Por una parte, el análisis de la estructura financiera de las empresas ilustra que, aunque se ha producido recientemente una mejora en la misma, interpretando como tal la menor dependencia de la financiación bancaria y la mayor participación de la financiación permanente, bien es cierto que una buena parte de ésta emerge de fenómenos bien de naturaleza exclusivamente contable (ej. regularización), o de flujos financieros internos, lo que limita en parte el mérito del sistema financiero en la mejora de la estructura financiera de las empresas.

Por otra parte, el análisis de los mercados de valores en relación con la financiación empresarial pone de manifiesto el abrumador peso que en aquéllos tienen las transacciones del segmento secundario, mientras que el primario, de flujos hacia las empresas, tiene una importancia sumamente reducida sobre el volumen del mercado; y lo más paradójico es que ello es tanto más evidente cuanto más desarrollados y eficientes son los mercados de valores.

II. LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

El objetivo de este apartado es el de realizar una valoración de la evolución recientemente seguida por la estructura financiera de la empresa española, especialmente en lo que se refiere a las modificaciones observadas en sus principales componentes.

CUADRO N.° 1

CENTRAL DE BALANCES - AVANCE EJERCICIO 1987
(Datos monetarios en millones de pesetas)

	Total Empresas (1)	*Empresas comunes (2)*	*Porcentaje (2)/(1)*
Empresas	4.254	2.745	64,5
Resultado neto total	856.211	727.326	84,9
Pasivo remunerado (*)	19.252.079	16.804.208	87,3
Capital	4.508.781	3.763.447	83,5
Obligaciones	1.871.527	1.791.075	95,7
Préstamos	7.037.071	6.158.901	87,5
Préstamos entidades de crédito	5.411.896	4.817.478	89,0

(*) Igual al activo neto manejado por la Central.

Comoquiera que nuestro interés descansa fundamentalmente en las tendencias generales que pueden observarse en las empresas españolas, más que en un análisis exhaustivo de su situación, nos limitaremos a analizar una muestra suficientemente representativa de empresas españolas. A estos efectos, vamos a utilizar el grupo de *empresas comunes* a los ejercicios 1984 a 1987 de la Central de Balances del Banco de España, cuyo análisis económico-financiero se incluye en el *Avance* suministrado por dicha Central para los ejercicios 1986-1987.

A nuestro juicio, el empleo de la mencionada muestra tiene dos importantes ventajas para nuestros fines:

- En primer lugar, se garantiza la continuidad de la identidad de las empresas objeto de análisis durante el período de estudio, lo cual, al evitar posibles influencias no deseadas derivadas del cambio de la población manejada, permite asegurar la plena validez de las tendencias observadas.

- En segundo lugar, en la medida en que, como se desprende de la siguiente comparación, la muestra elegida —por otra parte, con un peso muy significativo en la Central de Balances, tanto desde el punto de vista de la economía real, como desde un prisma específicamente financiero, que es el que aquí contemplamos— tiende a recoger las empresas españolas de mayor tamaño, en las que se concentra, en buena medida, la mayor parte de la captación de recursos financieros en los diferentes mercados, y, por consiguiente, resulta más representativa para nuestros fines (cuadro n.° 1).

Esta muestra de empresas va a ser analizada tanto a nivel global como en relación con su descomposición, ya clásica en la Central de Balances, entre empresas públicas y empresas privadas. Además de esta división, consideraremos también de forma específica el gran sector *energía y agua caliente* (EYAC) que, en sustitución del sector eléctrico de avances anteriores, aparece excluido de ambas agrupaciones de empresas en determinados análisis correspondientes a los ejercicios de 1986-1987, y cuenta con entidad propia en el análisis de la muestra de empresas comunes. Dicho gran sector se considera de forma separada en razón, sobre todo, del importante papel que en los flujos financieros de nuestra economía en general, pero muy especialmente con respecto a los de naturaleza exterior, han jugado recientemente las empresas del sector de energía eléctrica, dada la naturaleza de su actividad, que exige un amplio volumen de inversiones para la puesta en marcha de nuevas instalaciones productivas. Además de estas empresas, el mencionado gran sector incluye las pertenecientes a los siguientes sectores: combustibles sólidos; petróleo y gas natural; gas y agua caliente, y mineral radiactivo.

1. Variables de estado: mayor peso de la financiación propia.

Con el marco de referencia que acabamos de comentar, centrándonos, en primer lugar, en las variables de estado, la primera conclusión a destacar es el mayor peso que la financiación permanente de la muestra global de empresas españolas va progresivamente adquiriendo a medida que transcurre el período considerado: 1984-1987 (gráfico 1). En efecto, mientras esta financiación supone, en 1984, un 86,6 por 100 del pasivo remunerado total de las empresas, en 1987 este porcentaje ha subido al 89,5 por 100, es decir, casi tres puntos sobre el nivel inicial. El comportamiento de las empresas públicas y privadas es, en este terreno, sin embargo, bastante distinto, aunque en los dos últimos años analizados las diferencias observadas prácticamente desaparecen. En efecto, las empresas públicas, que empiezan

GRAFICO 1
PASIVO FINANCIERO.
FINANCIACION PERMANENTE

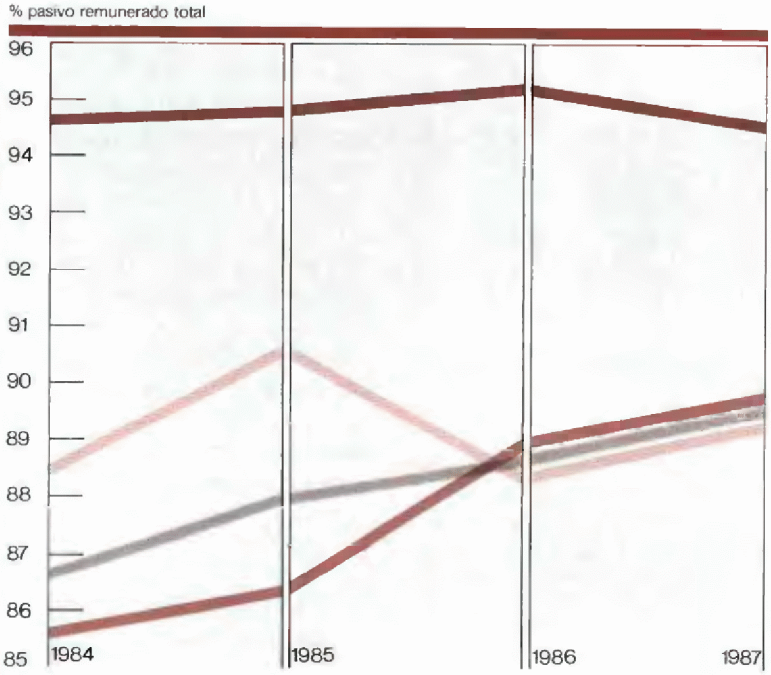
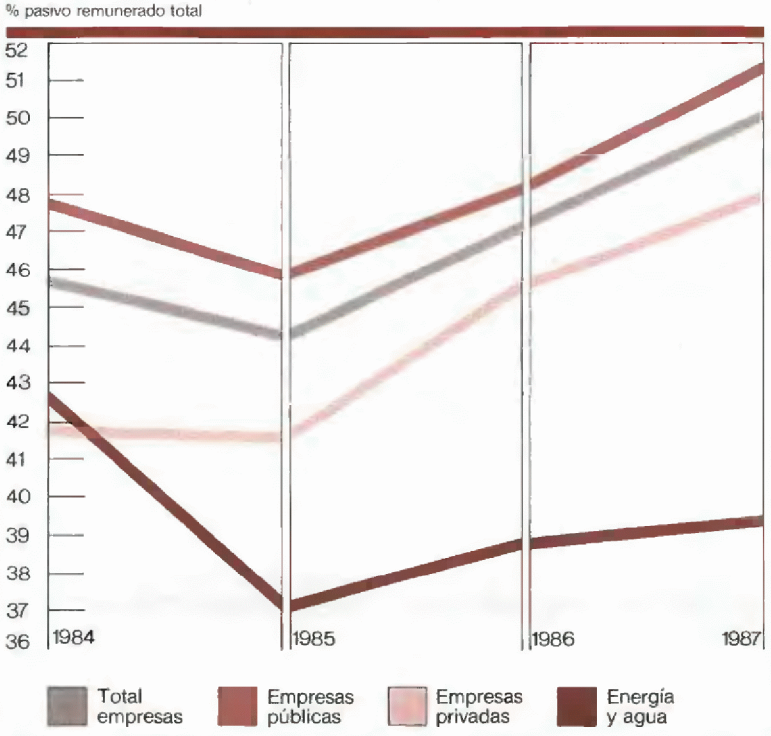


GRAFICO 2
PASIVO FINANCIERO. NETO PATRIMONIAL



con un mayor grado de permanencia en su financiación, en 1986 corrigen esta situación, para concluir el período con un nivel casi coincidente con el de las empresas privadas. En lo que se refiere al gran sector EYAC, su evolución sigue una senda bastante estable, con mayor nivel de permanencia de su financiación —en torno al 95 por 100— que el resto de las empresas.

Esta mayor permanencia observada en la financiación se debe, hasta 1985, a los recursos ajenos a medio y largo plazo, pero desde esta fecha el papel jugado por estos recursos disminuye, pasando a ocupar un lugar creciente los recursos propios, es decir el neto patrimonial (gráfico 2). En este sentido, la evolución seguida por los distintos grupos de empresas considerados es bastante semejante entre sí, aunque el gran sector EYAC es testigo de un fuerte descenso de su neto patrimonial en 1985. Si tenemos en cuenta que en dicho año, con un nivel de capital prácticamente constante (gráfico 3), disminuyen sensiblemente las cuentas de actualización y regularización, este hecho no es ajeno a los saneamientos derivados del intercambio de activos entre las principales empresas eléctricas, algunas de las cuales reducen, con cargo a estas reservas, buena parte de los excesos realizados en épocas anteriores en sus activaciones de gastos financieros y de diferencias de valoración en moneda extranjera.

En general, para todos los grupos de empresas considerados, con excepción de las empresas públicas desde 1985, el papel jugado por dichas cuentas de regularización (gráfico 4) disminuye progresivamente en el tiempo, lo cual explica buena parte

del incremento constante que se observa en todos los grupos de empresas —con la salvedad ya indicada para el sector EYAC— del capital social, uno de los posibles destinos para dicho tipo de cuentas. Esta circunstancia quiere decir que el mayor grado de capitalización que se observa en las empresas españolas al término del período analizado no se debe exclusivamente a que los correspondientes accionistas hayan aportado nuevos fondos a las empresas de las que son propietarios. En la medida en que esta capitalización sin aportación de fondos entra en juego en el posterior reparto de dividendos, esta circunstancia no puede considerarse, sin más, como positiva para la situación financiera de las empresas.

Mientras que, como hemos puesto de manifiesto, el grueso de los recursos ajenos a medio y largo plazo disminuye casi de forma constante desde 1985 (gráfico 5), las obligaciones ven incrementado sustancialmente su papel hasta 1986, para disminuirlo al año siguiente (gráfico 6). Hay que tener en cuenta que en 1986 se elimina, para períodos sucesivos, la desgravación por inversiones en renta fija en el impuesto sobre la renta de las personas físicas, lo que explica que durante ese año las empresas aprovechen la desgravación todavía existente para colocar —en condiciones relativamente satisfactorias— un gran volumen de emisiones de títulos de esta clase en los mercados.

El contrapunto de la situación anterior se sitúa en la constante disminución, hasta 1986, de los préstamos que obtienen las empresas de las entidades de crédito, ya sea a corto, medio o largo plazo (gráfico 7). Mientras este descenso tiende a estabilizarse

GRAFICO 3
PASIVO FINANCIERO. CAPITAL

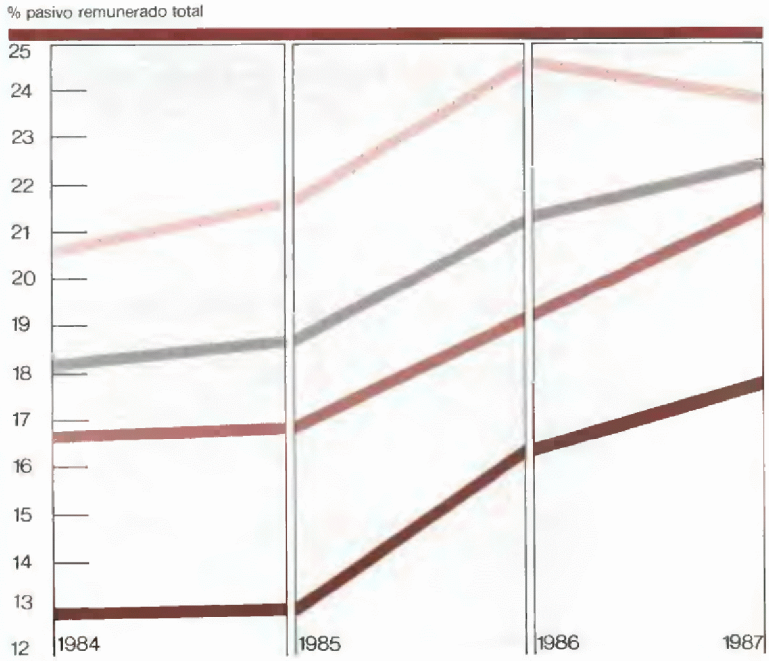


GRAFICO 4
PASIVO FINANCIERO. CUENTAS ACTUALIZACION Y REVALORIZACION

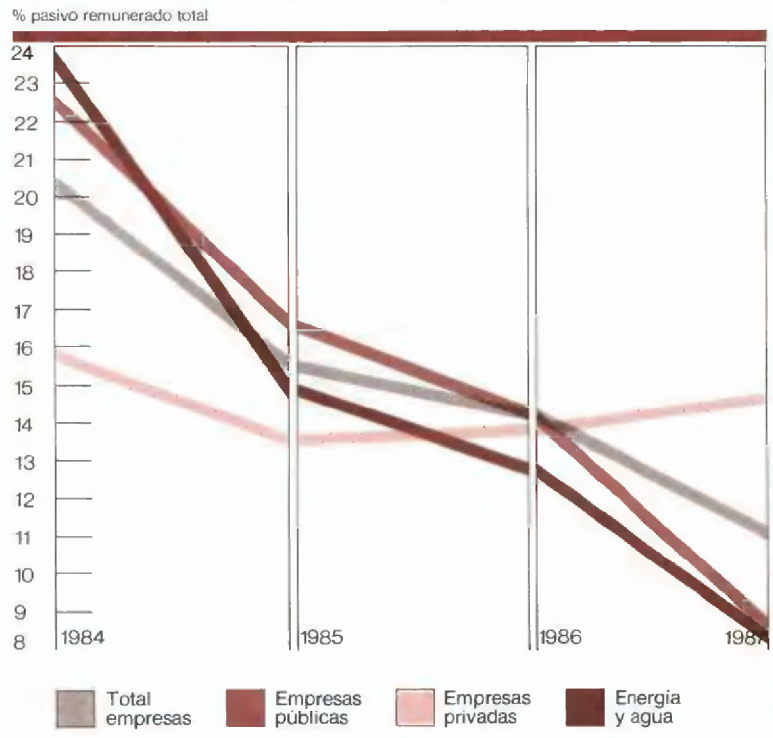


GRAFICO 5
PASIVO FINANCIERO. RECURSOS AJENOS A MEDIO Y LARGO PLAZO

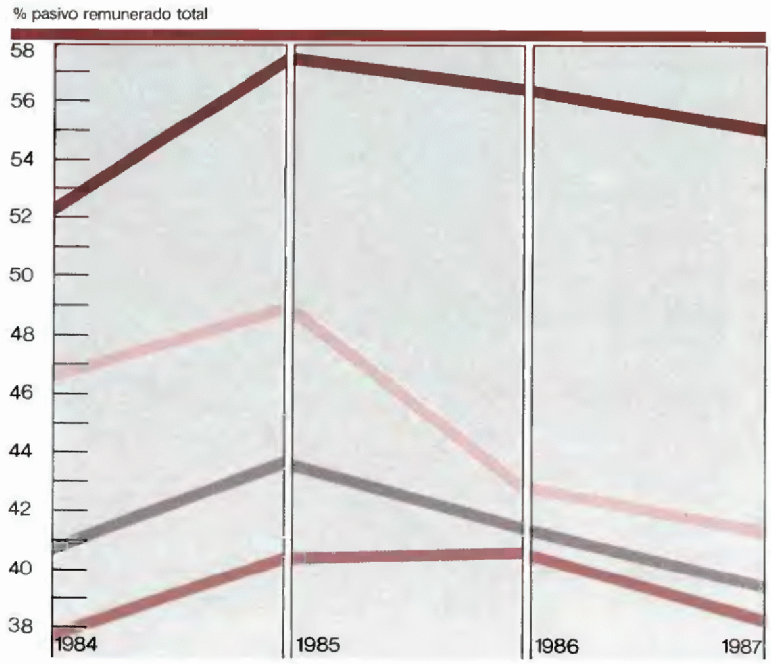
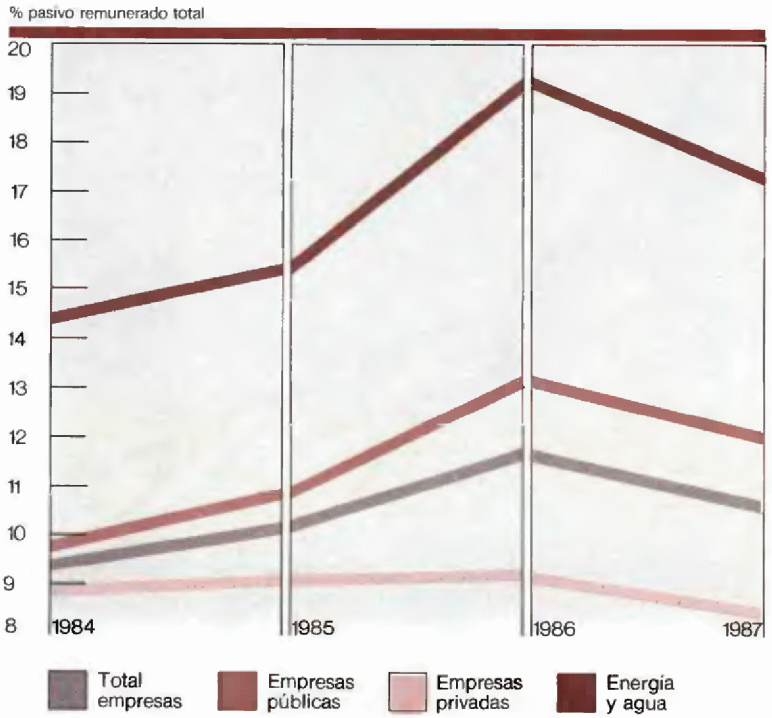


GRAFICO 6
PASIVO FINANCIERO. OBLIGACIONES



en 1987 para el conjunto de las empresas, tanto públicas como privadas, no sucede lo mismo para el gran sector EYAC, el cual, al no poder encontrar, en condiciones ventajosas, los fondos que necesita para financiar sus inversiones en el mercado de obligaciones, no tiene más remedio que acudir a la financiación bancaria.

En definitiva, un examen general de las variables de estado del pasivo de los balances de los grupos de empresas considerados nos permite constatar, por un lado, un cierto grado de *desintermediación financiera* durante el período analizado (con la única excepción del gran sector EYAC en 1987), que tiene su contrapartida en un mayor acceso a los mercados de valores, tanto de acciones como de obligaciones. Además, en la medida en que el papel de las primeras aumenta —así como el de los beneficios retenidos— hay una *menor dependencia de la deuda* por parte de las empresas. En tercer lugar, se produce un *mayor grado de permanencia de la financiación de las empresas,* circunstancia que hay que considerar derivada de la primera, en la medida en que la financiación bancaria disminuye en los dos horizontes temporales manejados: a medio y largo plazo, y a corto plazo.

2. Variables flujo: 1986, un año clave

El análisis que acabamos de efectuar debe completarse con el que se refiere a las variables flujo, en este caso las variaciones netas de los pasivos financieros, máxime cuando es a este nivel al que los datos de la Central de Balances proporcionan la información más detallada. Al consi-

derar esta segunda parte del análisis, debe tenerse en cuenta que ahora el número de períodos disponibles se reduce a tres, puesto que estos flujos se relacionan con las variables de estado de cada pareja de años consecutivos de los cuatro considerados inicialmente.

Una primera visión general de las variaciones observadas en los pasivos financieros nos indica un fuerte aumento neto de éstos para 1985, una situación de práctico equilibrio en 1986 y un nuevo aumento, bastante más reducido que el anterior, en 1987 (gráfico 8). La primera de estas variaciones está muy influida por el gran sector EYAC. En efecto, casi un 80 por 100 de la misma se debe a este sector. En el segundo caso, el equilibrio se obtiene pese a que este mismo gran sector presenta una disminución neta de cierta cuantía de sus pasivos financieros. Por último, en 1987 la variación derivada del gran sector EYAC sólo representa un escaso 17 por 100 sobre la total del conjunto de empresas comunes.

En la medida en que parte de los incrementos de los pasivos financieros puede tener como destino la inversión en activos financieros, el análisis de la variación neta de aquéllos puede ser engañoso para los fines perseguidos. En este sentido, hemos querido completarlo con un seguimiento de la financiación neta de la economía real, esto es, la diferencia entre la variación neta de los pasivos financieros y la correspondiente a los activos de esta clase (gráfico 9). El resultado del análisis permite constatar una financiación neta negativa (por tanto, *ahorro neto)* del conjunto de empresas privadas consideradas para 1985 y 1986, mucho más significativo para el

GRAFICO 7
PASIVO FINANCIERO. PRESTAMOS DE ENTIDADES DE CREDITO

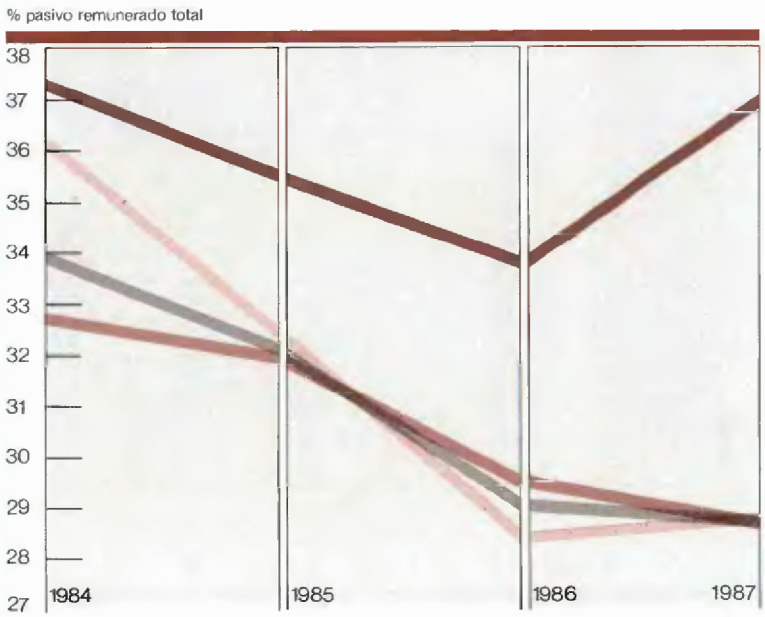


GRAFICO 8
VARIACION NETA PASIVOS FINANCIEROS

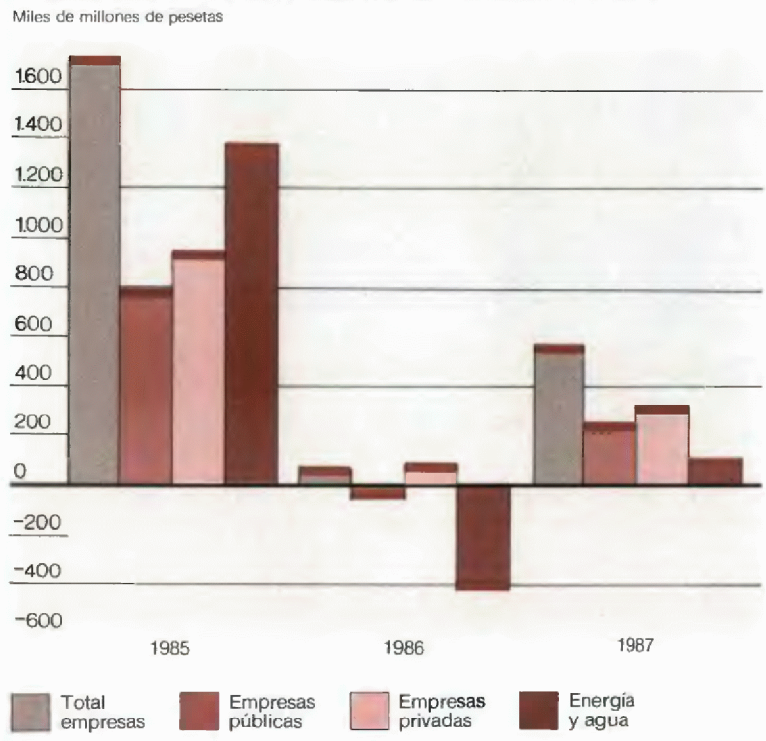


GRAFICO 9
FINANCIACION NETA (PASIVOS-ACTIVOS)

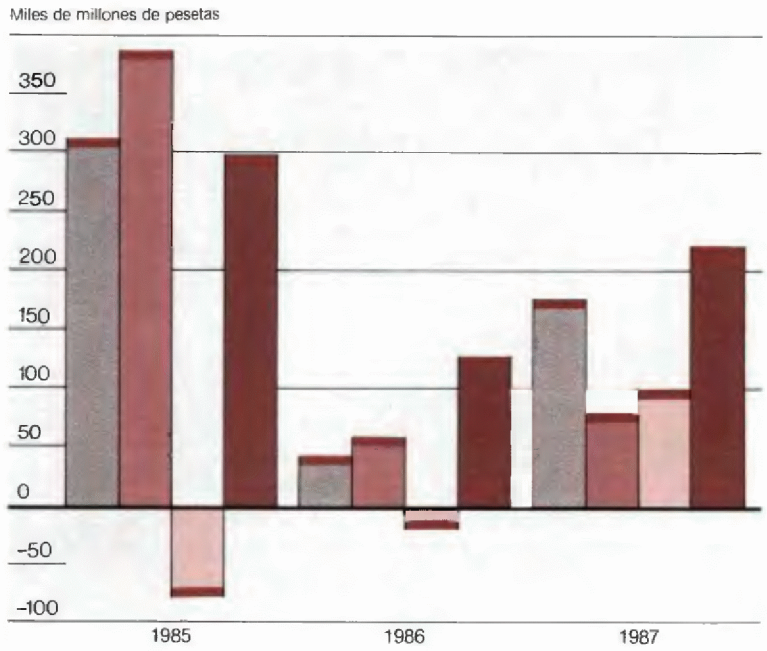
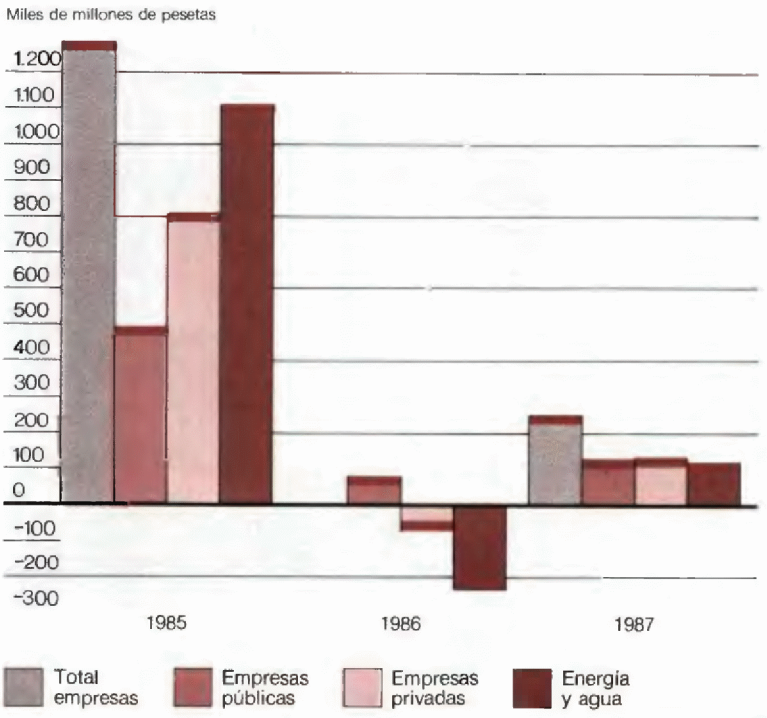


GRAFICO 10
CREDITOS INTERIORES



primero de estos dos años (como veremos en seguida, este ahorro procede —fundamentalmente— de las empresas privadas que no pertenecen al gran sector EYAC, aunque en 1985 también contribuyen al mismo las empresas privadas de éste). Como quiera que el aumento de la financiación neta a nivel global coexiste en ambos años con incrementos, en general, superiores tanto para la muestra de empresas públicas como para el conjunto de empresas del gran sector EYAC (que pueden ser tanto públicas como privadas), con el objetivo de explicar las variaciones tan significativas que se observan, vamos a examinar con más detalle su descomposición para el conjunto del período analizado tal como se recoge en el cuadro número 2.

Por tanto, en 1985 la mayor parte de las necesidades financieras netas observadas proceden de las empresas públicas del gran sector EYAC, de las cuales las pertenecientes al sector eléctrico fueron, en dicho año, fuertes compradoras de activos en la operación de intercambio de éstos entre las empresas del sector. A partir de dicho año, estas empresas obtienen una posición financiera muy equilibrada, y son las empresas privadas de este mismo sector las que ocupan el primer puesto en las necesidades financieras, seguidas por el resto de las empresas públicas. Ni que decir tiene que esta última situación es la que consideramos más normal para la economía española actual.

Mientras que el crédito exterior será objeto de una consideración específica en el siguiente apartado, la observación de la evolución del crédito interior (gráfico 10), en relación con la ya apuntada de la variación neta de

los pasivos financieros de las empresas, permite comprobar el estrecho paralelismo que existe entre ambas, incluso al nivel de los diferentes grupos de empresas manejados. Esto quiere decir que la desintermediación antes apuntada, en el sentido de un mayor recurso a la financiación directa por parte de las empresas, debe tener su principal efecto en el sector exterior, como así tendremos ocasión de ver en dicho apartado.

Para analizar este proceso de desintermediación en el ámbito estrictamente bancario, podemos ver la evolución seguida por los créditos que toman las empresas de instituciones financieras (gráfico 11). El comportamiento de todos los grupos de empresas considerados es, en este terreno, uniforme: incrementos en 1985 y 1987, este último de menor intensidad; pero, sobre todo, fuertes disminuciones en 1986.

Con una situación equilibrada para este último año, como ya hemos visto, el papel del crédito bancario se ve sustituido por emisiones de obligaciones (gráfico 12), pero, especialmente, con ampliaciones de capital (aprovechando la buena coyuntura bursátil). En realidad, el papel de las primeras había crecido ya en 1985, mientras que las acciones (gráfico 13) tienen un momento sostenido —en consonancia con la evolución de la Bolsa— en el conjunto del período analizado (la disminución observada en este terreno en 1987, no así la de 1986, tiene como principal excusa el *crash* bursátil). En 1987, como ya hemos visto, la emisión neta de títulos de renta fija se convierte en negativa (esto es, las amortizaciones superan a las nuevas emisiones).

En relación con las obligacio-

GRAFICO 11
CREDITOS DE INSTITUCIONES FINANCIERAS

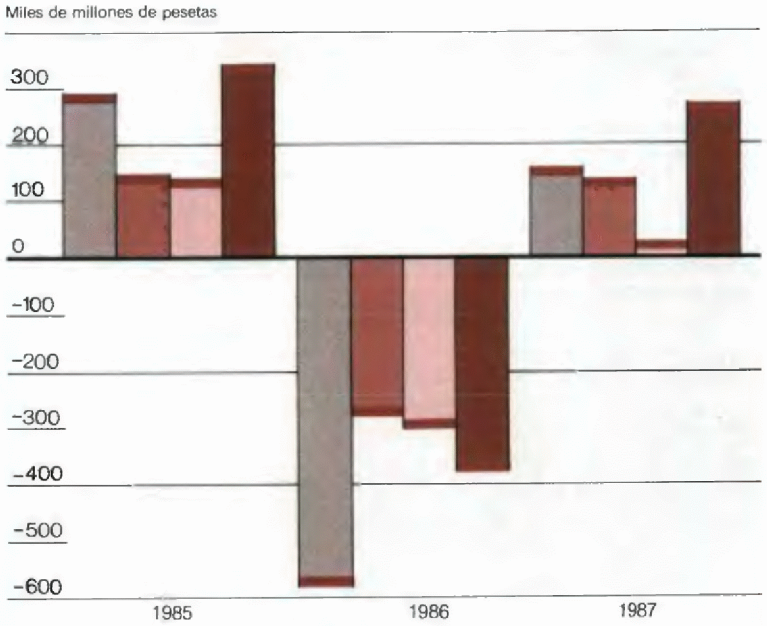


GRAFICO 12
EMISIONES DE TITULOS DE RENTA FIJA

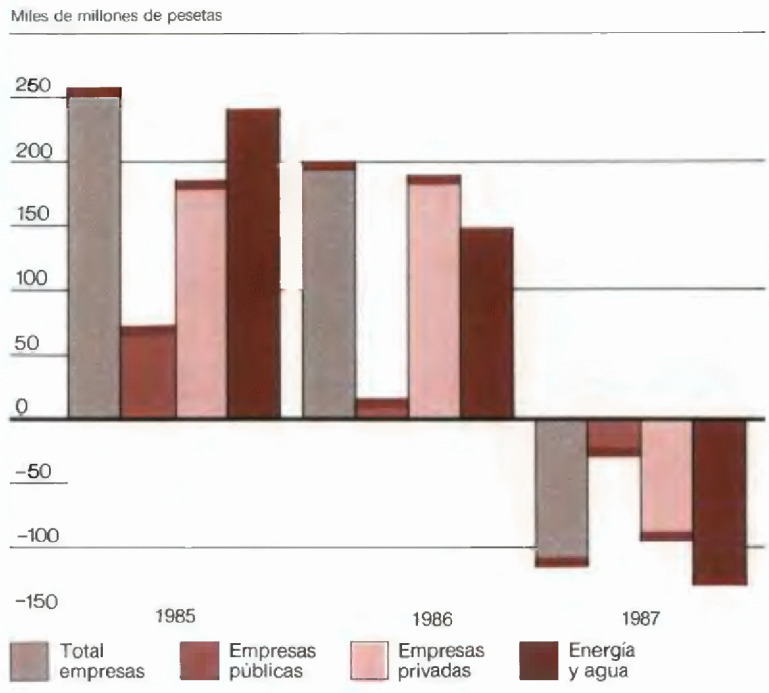


GRAFICO 13
APORTACION DE ACCIONISTAS

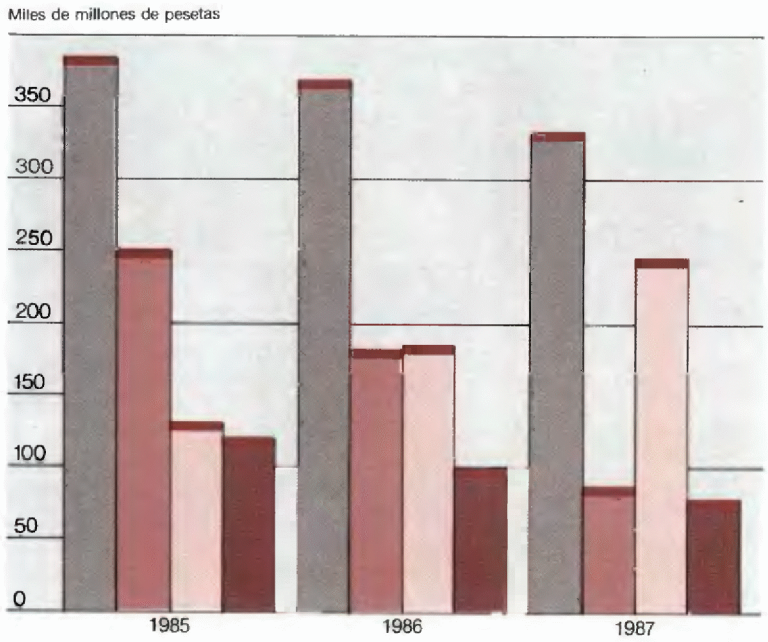
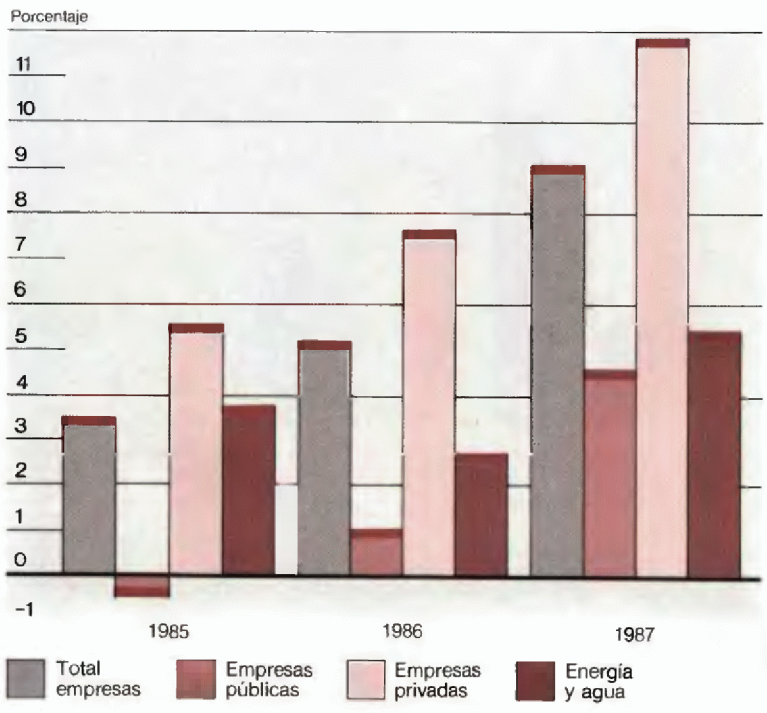


GRAFICO 14
RESULTADO NETO/PATRIMONIO NETO MEDIO



nes, se observa claramente el importante papel que juega el gran sector EYAC —y, dentro de éste, las empresas privadas—, tanto en sus incrementos de 1985 (93 por 100) y 1986 (75 por 100) como en la disminución neta de 1987 (112 por 100). Este papel no se reproduce en igual medida (e, incluso, disminuye con el tiempo) en el caso de las ampliaciones de capital (lo que se fundamenta en la menor revalorización de que han disfrutado las acciones de este gran sector), pero lo que sí se observa en este terreno es una sustitución progresiva del sector público por el privado a lo largo del transcurso del período analizado, dándose en 1986 el punto de inflexión de esta tendencia, cuando ambos sectores se reparten, prácticamente por mitades, las aportaciones de los accionistas a las empresas de las que son propietarios.

3. Variables de rendimientos y costes: menor apalancamiento negativo

Una tercera vía de análisis, complementaria de las anteriores, hace referencia a la comparación entre la rentabilidad de la inversión y el coste de la financiación. En este sentido, el principal problema que se plantea procede del coste de la financiación propia. Mientras que la Central de Balances proporciona el *ratio* resultante de dividir el resultado neto total por el patrimonio neto medio (gráfico 14), este cociente difícilmente puede contemplarse como un coste de la financiación propia, tanto por no tener en cuenta —por construcción— las expectativas de variaciones patrimoniales en el precio de las acciones como por el hecho de que el numerador que sirve para

su cálculo (con su correspondiente influencia también en el denominador) incorpora la reducción aparente que se produce, contablemente, en el coste de la financiación ajena, al activar parte de los gastos financieros ocasionados por ésta.

Mientras las consideraciones que acabamos de realizar no impiden reconocer la fuerte mejora que se observa, para todos los grupos de empresas manejados —algo menor en el caso del gran sector EYAC, a pesar de que la cuantía de sus resultados está muy influida por el nivel de sus costes diferidos—, en la rentabilidad así calculada de los fondos propios durante el período analizado, es suficiente para nuestros fines comparar el coste de la financiación ajena (gráfico 15) con la rentabilidad de la inversión (gráfico 16). En primer lugar, porque, en buena lógica, el coste esperado de la financiación propia debería ser no menor que el correspondiente a los recursos ajenos, con un más reducido nivel de riesgo financiero que los anteriores. En segundo lugar, porque, aun si consideramos solamente el coste de la financiación ajena, éste es superior durante todo el período analizado a la rentabilidad de la inversión. O, dicho de otra forma, existe un efecto de *apalancamiento negativo* derivado del empleo de la financiación ajena.

En efecto, aunque la rentabilidad del activo neto medio aumenta constantemente para todos los grupos de empresas (especialmente, para las de propiedad privada), los costes financieros, después de disminuir en 1986, vuelven a aumentar en 1987 por encima incluso de su nivel de partida (especialmente para el gran sector EYAC); con lo cual se consigue reducir, pero no eliminar,

GRAFICO 15
GASTOS FINANCIEROS/RECURSOS AJENOS REMUNERADOS

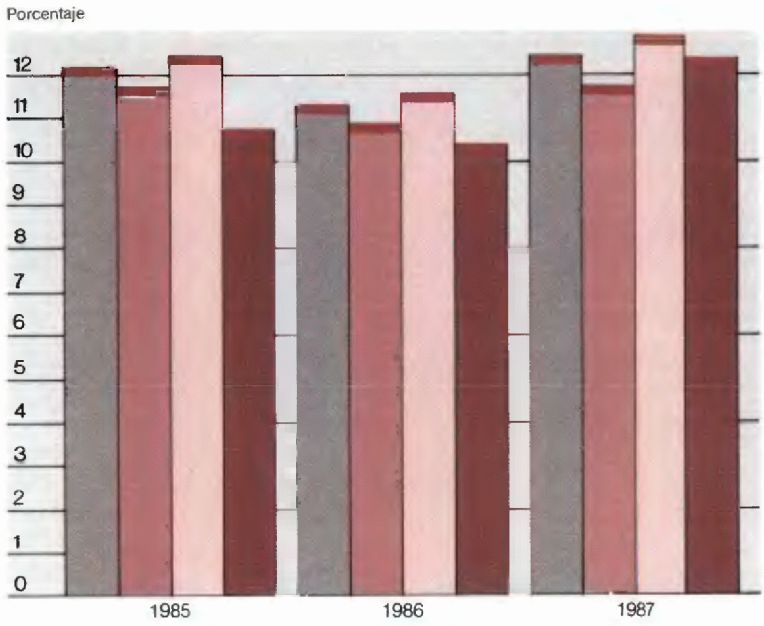


GRAFICO 16
RENTABILIDAD DEL ACTIVO NETO MEDIO

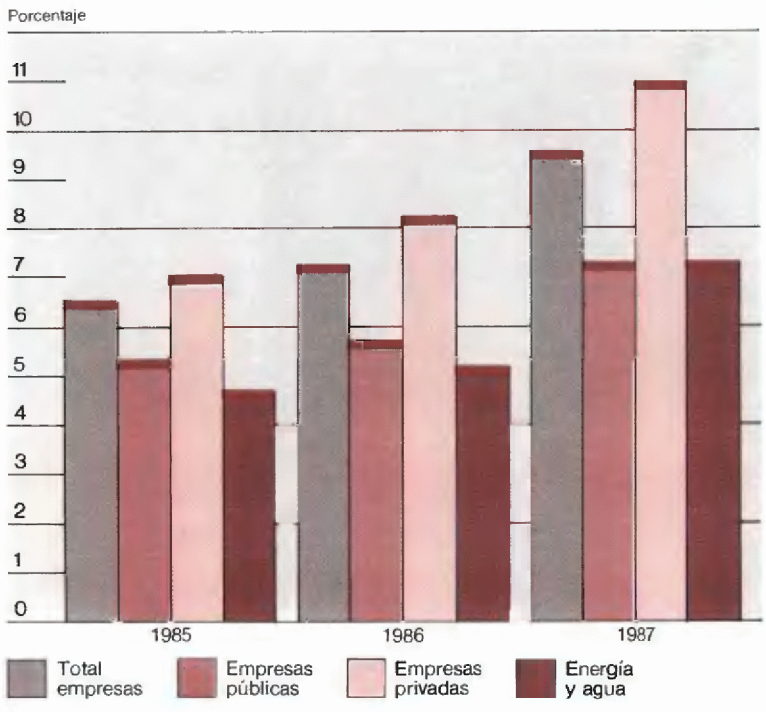


GRAFICO 17
CREDITOS EXTERIORES

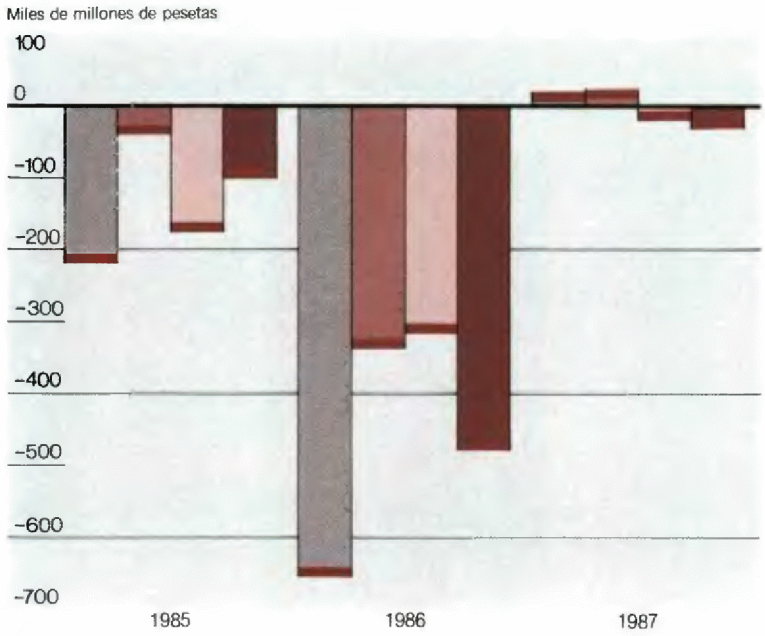
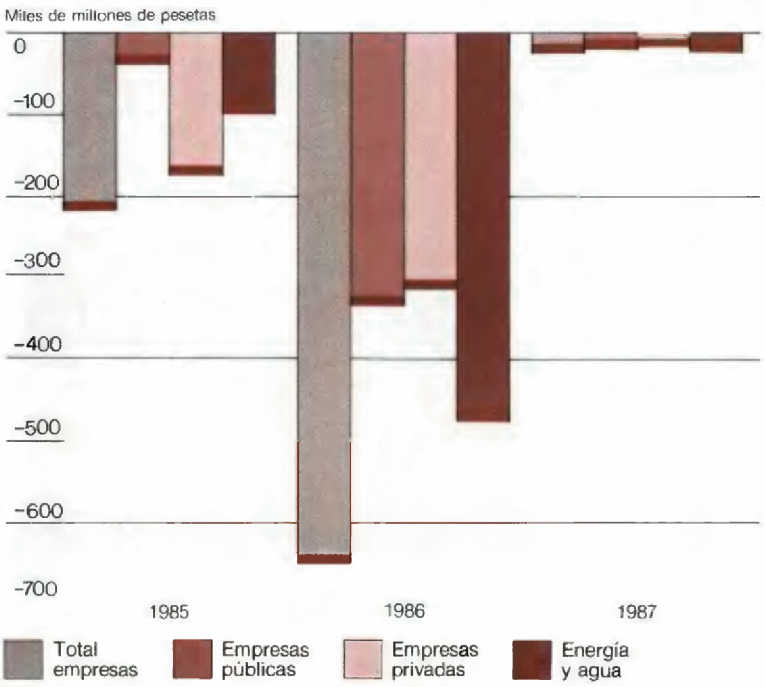


GRAFICO 18
CREDITOS EXTERIORES DE INSTITUCIONES FINANCIERAS



el diferencial del coste de la deuda sobre la rentabilidad de la inversión; un diferencial que para el gran sector EYAC muestra una fuerte capacidad de resistencia a la baja.

III. LA FINANCIACION EXTERIOR DE LA EMPRESA ESPAÑOLA

1. Los créditos exteriores

Como apuntábamos en el apartado anterior, la evolución observada en los estados y flujos relacionados con la financiación de las empresas españolas ha tenido su principal área de cambios en el sector exterior, y, más concretamente, en los créditos exteriores, único concepto del mismo sobre el que la Central de Balances proporciona información detallada.

Como quiera que dichos créditos tienen fuertes reducciones en 1985 y 1986, especialmente en este último, a la vez que mantienen una situación de equilibrio en 1987 (gráfico 17), no cabe duda de que durante el período analizado tiene lugar una sustancial minoración del endeudamiento exterior de las empresas españolas, que casi llega a alcanzar los 900.000 millones de pesetas para el conjunto de las empresas estudiadas en dicho período. Esta reducción probablemente hubiera sido algo menor si no se hubiese producido la crisis de FECSA en 1987, que dificultó el acceso de los prestatarios españoles a los mercados crediticios internacionales en dicho año, en una época en que las circunstancias cambiarias y de tipos de interés hacían especialmente aconsejable el recurso a

CUADRO N.° 2

FINANCIACION NETA (1985-1987)
(Millones de pesetas)

	1985	1986	1987
Total empresas	309.428	38.754	173.802
Empresas públicas	384.954	56.086	77.623
Empresas privadas	—75.526	—17.332	96.179
Empresas públicas sin EYAC	42.944	56.497	80.315
Empresas privadas sin EYAC	—29.905	—142.932	—126.453
Empresas del sector EYAC	296.389	125.189	219.940
Empresas EYAC públicas	342.010	—411	—2.692
Empresas EYAC privadas	—45.621	125.600	222.632

dichos mercados por parte de las empresas españolas.

En este proceso de reducción juega un importante papel el gran sector EYAC, que explica el 47 por 100 del decremento observado en 1985 y el 73 por 100 del ocurrido al año siguiente. No obstante, en ambos años, el comportamiento de todos los grupos de empresas manejados es bastante similar, a diferencia de lo ocurrido en 1987, cuando el endeudamiento exterior de las empresas públicas se incrementa por encima de la pequeña disminución del correspondiente a las empresas privadas, mientras que el sector EYAC presenta una mayor variación negativa.

El comportamiento tan dispar de los créditos exteriores que acabamos de señalar justifica nuevamente un análisis más detallado de su procedencia, para lo cual manejamos la misma descomposición adicional que en el caso anterior (ver cuadro n.° 3).

Como puede verse, la disminución debida a las empresas del gran sector EYAC en los años 1985 y 1987 tiene su principal justificación en las empresas privadas, mientras que las empresas públicas de este sector sólo reducen su endeudamiento exterior a partir de 1986, lo que se corresponde con el ya señalado fuerte incremento de su financiación neta ocurrido en 1985. Las empresas privadas fuera del gran sector EYAC juegan un papel mucho menos importante en la evolución de los créditos exteriores; no así las empresas públicas análogas, que aportan un 44 y un 25 por 100, respectivamente, de la reducción total de los créditos exteriores en 1985 y 1986.

Como la gran mayoría de los créditos exteriores procede de instituciones financieras, no puede resultar extraño que la evolución de los primeros se reproduzca, prácticamente como fiel reflejo, si sólo consideramos los que tienen dicha procedencia (gráfico 18). Algo parecido sucede si tomamos en cuenta aquellos créditos exteriores formalizados a medio y largo plazo (gráfico 19), que son objeto de fuertes amortizaciones —en su mayor parte anticipadas— en 1985 y 1986. En cambio, los créditos exteriores a corto plazo aumentan para el conjunto de las empresas en 1985 y 1987 (gráfico 20), especialmente en el primero, a la vez que se mantienen prácticamente constantes en 1986. Esta mayor participación del corto plazo en este terreno, que se opone a la tendencia en favor de un mayor grado de permanencia de las fuentes financieras que ya hemos observado, es, desde luego, coherente con un entorno financiero internacional de fuerte inestabilidad, tanto en los tipos de cambio como en los tipos de interés. En todo caso, estos créditos a corto plazo están dominados por las empresas pertenecientes al gran sector EYAC, cuya financiación presenta —como hemos visto— un mayor grado de

CUADRO N.° 3

CREDITOS EXTERIORES (1985-1987)
(Millones de pesetas)

	1985	1986	1987
Total empresas	—216.481	—654.177	5.017
Empresas públicas	—41.259	—337.683	5.722
Empresas privadas	—175.222	—316.494	—705
Empresas públicas sin EYAC	—94.501	—164.274	13.400
Empresas privadas sin EYAC	—21.064	—10.910	3.734
Empresas del sector EYAC	—100.916	—478.993	—12.117
Empresas EYAC públicas	53.242	—173.409	—7.678
Empresas EYAC privadas	—154.158	—305.548	—4.439

GRAFICO 19
CREDITOS EXTERIORES A MEDIO/LARGO PLAZO

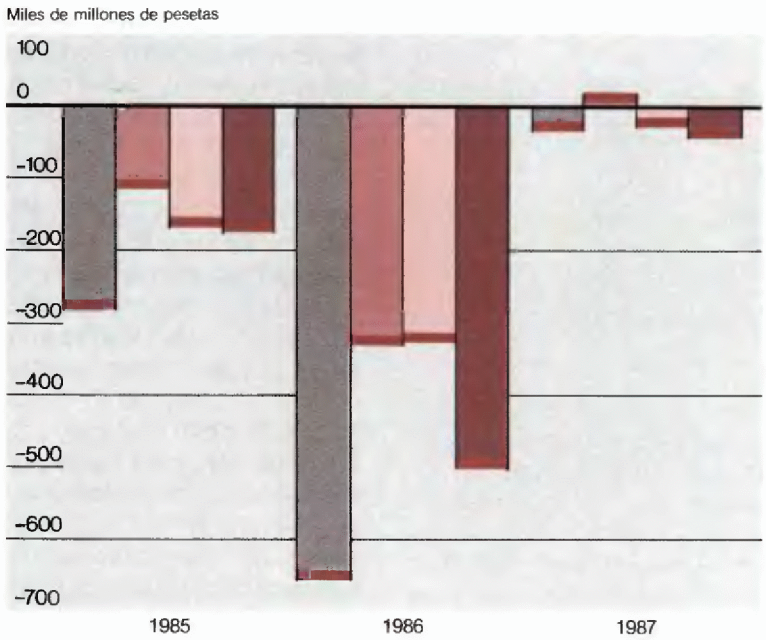
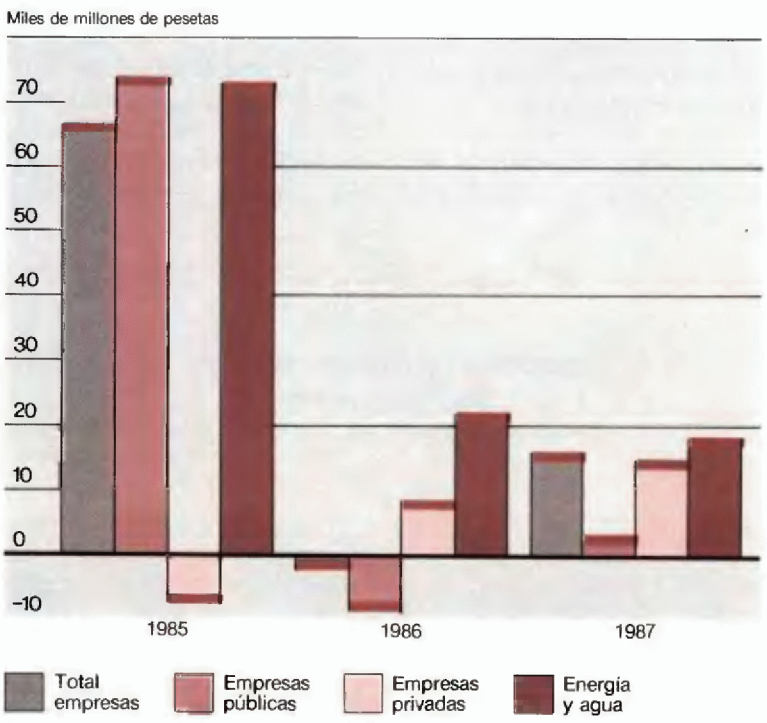


GRAFICO 20
CREDITOS EXTERIORES A CORTO PLAZO



permanencia, destacándose las públicas en 1985 y las privadas en los años siguientes.

El endeudamiento exterior es el que explica la aparición de fuertes diferencias de valoración en las economías de las empresas analizadas. En lo que se refiere a la influencia de las mismas en la cuenta de resultados (gráfico 21), hay que decir que, en general, disminuye sensiblemente para todos los grupos de empresas considerados, pero especialmente para aquéllos que parten de los niveles más altos al principio del período analizado: empresas públicas —en 1987 se produce una igualación en este aspecto con las empresas privadas— y empresas del gran sector EYAC, que ven disminuida su participación a todavía menores niveles. Esta evolución no es sino reflejo del proceso de reducción que se ha seguido en los créditos exteriores y de la fortaleza relativa de nuestra moneda en los últimos tiempos, por lo que aparece más clara precisamente en aquellas empresas que cuentan con mayores niveles de endeudamiento exterior.

Por último, las diferencias de valoración que se incorporan a la variación neta de los pasivos financieros (gráfico 22) tienen una evolución muy marcada por el fuerte incremento ocurrido en 1986, que pierde algo de intensidad en 1987. Mientras las empresas del gran sector EYAC explicaban en 1985 el 90 por 100 de estas diferencias, el porcentaje para los dos años siguientes desciende a un 44 por 100, lo cual está en consonancia con lo anteriormente expuesto. A destacar que, consistentemente, son las empresas públicas en general las que más diferencias de valoración aportan al conjunto de empresas consideradas.

GRAFICO 21
DIFERENCIAS DE VALORACION MONEDA EXTRANJERA
(En cuentas de resultados de empresas españolas)

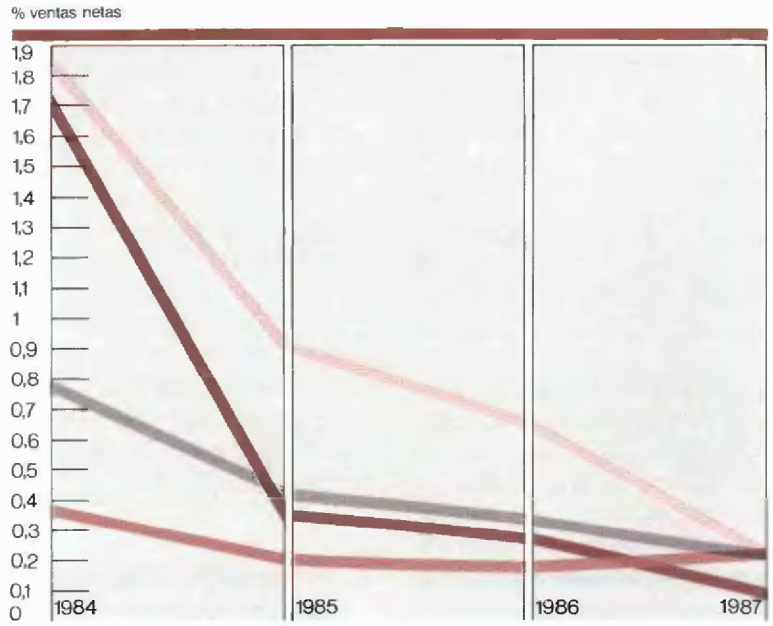
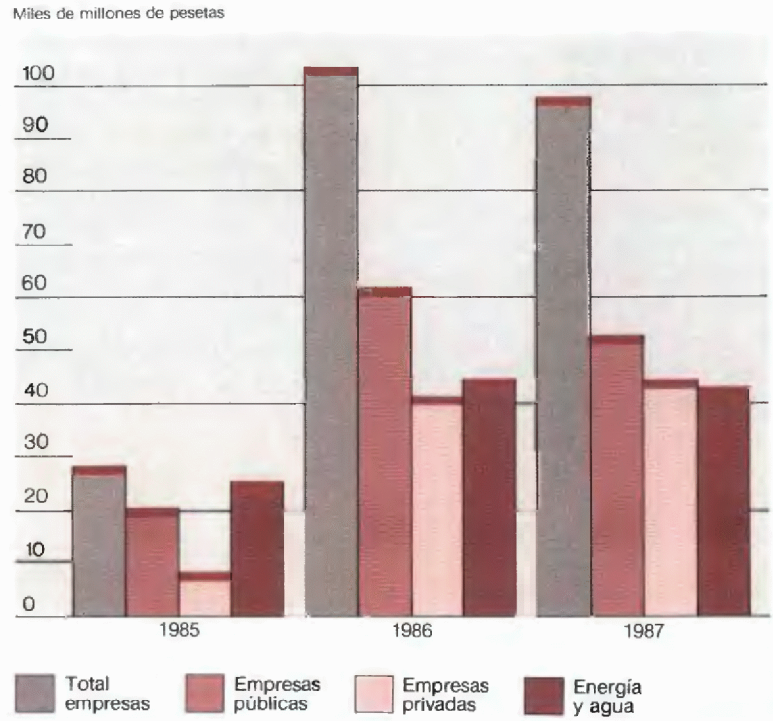


GRAFICO 22
VARIACION DIFERENCIAS DE VALORACION MONEDA EXTRANJERA



Con objeto de contrastar los análisis anteriores a nivel de los conjuntos totales de empresas manejados en los *Avances* de la Central de Balances correspondientes a los ejercicios 1984-1985, 1985-1986 y 1986-1987, al mismo tiempo que como aviso de los peligros que puede conllevar el apartarse de una muestra de empresas comunes a lo largo del tiempo, hemos estudiado la evolución de, por una parte, la participación de los pasivos denominados en moneda extranjera sobre el total del pasivo, y, por otra, la financiación bancaria procedente de entidades de crédito no residentes en España, distinguiendo en este último caso el corto del medio y largo plazo. Como no podía ser de otra forma, este análisis —que no vamos a detallar aquí— confirma plenamente los principales resultados anteriores. Llama la atención, sin embargo, que, en lo que se refiere a la financiación exterior bancaria a corto plazo, se produzcan variaciones tan significativas dentro de un mismo año al cambiar la muestra de empresas consideradas.

El análisis de la financiación exterior de la empresa española que acabamos realizar —circunscrito a los créditos de esta procedencia—, no puede desvincularse, por un lado, del grado de atractivo que la economía española tenga para el inversor extranjero en general (incluyendo el acreedor crediticio), y, por otro, de la mayor deseabilidad relativa de la financiación crediticia exterior en términos del diferencial de intereses que pueda existir a favor de esta última, cuestiones ambas por sí solas merecedoras de un tratamiento detallado que no es el objeto de estas páginas.

Para enmarcar en esta dirección el análisis precedente, y para

CUADRO N.° 4

EVOLUCION DEL CAPITAL PRIVADO A LARGO PLAZO PROCEDENTE DEL EXTERIOR

AÑO	INVERSIONES (SALDOS)		CREDITOS LARGO PLAZO SECTOR PRIVADO		
	Directas	En cartera	Recibidos	Amortizados	Saldo
1984	156,1	36,8	602,1	418,3	183,8
1985	164,2	82,1	243,4	674,9	—431,5
1986	284,2	235,0	167,0	741,3	—574,3
1987	321,5	434,8	504,6	262,8	241,8
1988 (enero-octubre)	388,8	209,3	744,9	402,6	342,3

hacerlo más próximo en el tiempo, vamos a examinar la evolución recientemente seguida por el capital privado a largo plazo procedente del exterior, tanto en forma de inversiones directas y de cartera como de créditos. Concretamente, vamos a analizar el período 1984-1988; este último año referido a los meses de enero a octubre (1).

Los datos básicos que hemos manejado con este objetivo, y que presentamos a continuación, son los que en este capítulo proporciona el *Boletín Estadístico* del Banco de España (sector exterior-registro de caja), expresados en miles de millones de pesetas (cuadro n.° 4).

En lo que se refiere a la *inversión directa,* su aumento es constante a lo largo del período analizado, aunque se hace especialmente acelerado a partir de 1986, coincidiendo con nuestra incorporación a la Comunidad Económica Europea. Con ello se pone de manifiesto el actual atractivo que presenta nuestro país para la instalación de nuevos negocios, que ayuda notablemente a aumentar su apertura económica y financiera hacia el exterior.

Algo similar le sucede a la *inversión de cartera,* que ve estimulado dicho atractivo por la buena marcha de las cotizaciones bursátiles —fruto, a su vez, de la recuperación de la crisis económica—, si bien dicho tipo de inversión ve rota su senda de crecimiento en 1987 (año en que la inversión en cartera superó ampliamente tanto a la inversión directa como al saldo neto de créditos exteriores), con mayor reflejo durante el año siguiente, como consecuencia del *crash* bursátil ocurrido en octubre de aquel año.

Los *crédito exteriores,* en consonancia con lo expuesto con anterioridad, disminuyen fuertemente en términos netos en 1985 y 1986, para recuperarse a continuación. Pese a este cambio de signo, el peso de ambos años es tan elevado que, para el conjunto del período analizado, existe una disminución neta de los créditos de procedencia exterior. El decremento de 1985-1986, en buena medida efecto retardado de las desfavorables condiciones cambiarias de nuestra moneda en el periodo inmediatamente precedente, tiene su origen tanto en una sensible reducción de los nuevos créditos recibidos como, sobre todo, en un aumento considerable de los amortizados —en buena parte, con carácter anticipado. En 1987 y 1988, un alto diferencial en los tipos de interés internos sobre los exteriores, junto con la fortaleza que presenta nuestra moneda frente a otras divisas alternativas, han hecho especialmente deseable la captación de financiación ajena en el exterior. No obstante, esta recogida de fondos no hubiese sido posible si no existiese una disposición favorable por parte de los prestamistas exteriores a aportarlos, lo cual no hace sino confirmar el atractivo de nuestro país, puesto de manifiesto por las cifras de inversión exterior que hemos manejado.

2. Presencia española en los mercados financieros internacionales: novedades cualitativas en 1988

Este mismo atractivo que acabamos de señalar para nuestro país, proyectado en el inmediato futuro, explica que en 1988, por vez primera, los prestatarios españoles hayan acudido a captar recursos financieros en los mercados internacionales utilizando instrumentos de deuda relacionados con la marcha de las acciones; concretamente, emisiones de *bonos convertibles* y emisiones de *bonos con warrant* (certificados de opción para la adquisición de acciones), instrumentos, por cierto, estos últimos que también han inaugurado en dicho año su presencia en nuestros mercados internos.

A nuestro juicio, este hecho supone una importante novedad, con mayor significado cualitativo

que cuantitativo, que justifica su análisis particularizado en este trabajo, dentro de una evaluación preliminar y en base a los datos disponibles de lo que ha sido en 1988 la presencia española en los mercados financieros internacionales.

En primer lugar, tal y como muestra el cuadro n.° 5, esta presencia toma cuerpo, especialmente, mediante préstamos internacionales, de los cuales se han formalizado 31 en 1988, uno menos que en 1987, aunque la reducción en el montante total ha sido aún mayor, un 31,3 por 100. Estos préstamos apenas suponen un 0,8 por 100 de su importe total a nivel mundial, cuando el número de ellos es casi un 2,5 por 100 en análogos términos. Si tenemos en cuenta el importante papel que las empresas están adquiriendo en los últimos tiempos en este segmento, no puede extrañar que, en consonancia con la menor dimensión de la empresa española, el tamaño medio de los préstamos a nuestro país (algo menos de 80 millones de dólares) sea bastante más reducido que la media global (248 millones).

La presencia de prestatarios españoles en el segmento de las *note issuance facilities* (NIFs), si bien alcanza mayores niveles relativos respecto al correspondiente total mundial que en el caso de los préstamos, apenas puede considerarse significativa, con una única operación en 1988, frente a las dos del año anterior, las cuales, no obstante, supusieron una menor cuantía agregada.

En su conjunto, teniendo en cuenta la ausencia de prestatarios españoles durante 1988 en el segmento de FRNs *(floating rate notes),* el peso de nuestro país en el mercado de *eurobonos* es, en términos relativos, aproximadamente la mitad del correspondiente a los préstamos en función del volumen emitido, peso que se corresponde en este caso con el que se desprende del número de emisiones realizadas: seis.

Sin embargo, es en este capítulo donde se producen las novedades cualitativas que dan título a este apartado. En efecto, sólo dos de tales emisiones corresponden a bonos simples *(straights),* mientras que el resto —tres de ellas muy próximas entre sí en el tiempo, puesto que se lanzaron en torno a los últimos días de junio y primeros de julio— están relacionadas con la marcha de las acciones *(equity-linked).* Mientras que el número de éstas es lo suficientemente bajo para excusar cualquier comentario adicional acerca de su importancia cualitativa, sí que queremos detallar la novedad que representa cada una de estas operaciones.

La única emisión de bonos convertibles que aparece en las estadísticas corresponde a *Telefónica,* con un total de 200 millones de dólares, bastante superior a la media mundial de este tipo de operaciones en 1988, unos 125 millones. La emisión tiene un vencimiento de 15 años, aunque el período de conversión —que dura, en principio, hasta dicha fecha— comenzó el pasado 6 de octubre. Cada bono de 10.000 dólares es convertible en 537 acciones a 1.130 pesetas cada una (lo que supuso una prima de salida del 15,4 por 100). La emisión tiene, además, una estructura compleja —diseñada por

CUADRO N.° 5

PRESENCIA DE ESPAÑA EN LOS PRINCIPALES SEGMENTOS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES (1988)

	Número	*Porcentaje s/total*	*Importe*	*Porcentaje s/total*	*TOTAL MUNDIAL*	
					Número	*Importe*
Préstamos	31	2,48	2.467,07	0,80	1.248	309.505,99
NIFs	1	1,22	271,99	1,47	82	18.463,26
Eurobonos simples	2	0,18	266,55	0,22	1.119	122.176,54
Eurobonos convertibles	1	2,17	200,00	3,46	46	5.774,37
Eurobonos con *warrant*	3	1,39	257,23	0,91	216	28.406,86
Total eurobonos (*)	6	0,40	723,78	0,42	1.484	173.886,61
TOTAL	38	1,35	3.462,84	0,69	2.814	501.855,86

(*) Incluye FRNs, no utilizadas por prestatarios españoles en 1988.

Fuente: IFR.

SG Warburg—: es rescatable los 5 primeros años al 105 por 100, cualquiera que sea el precio de las acciones. Desde el año 1, puede rescatarse al 105 por 100, con un 1 por 100 menos cada año hasta alcanzar la par, si el precio de las acciones llega al 130 por 100 del precio de conversión. Entre los años 5 a 10, es rescatable al precio de venta garantizado al inversor, como se indica a continuación. A partir del año 10, es rescatable a la par. El inversor dispone de una opción de venta *(put)* variable entre los años 5 a 10, que garantiza un rendimiento en función del correspondiente a los bonos a cinco años del Tesoro norteamericano.

Además de la anterior, se registró otra emisión internacional de bonos convertibles por una empresa española —primera en el tiempo de todas las que aquí comentamos—: la realizada por *Torras Hostench* a través de un vehículo financiero, *Phoenix International Finance.* Se trata de una emisión de bonos convertibles en acciones de la primera compañía —que garantizaba incondicionalmente la emisión— por importe de 100 millones de libras esterlinas a 10 años y un cupón del 6 por 100. El canje se realiza intercambiando un bono de 10.000 libras por 57 acciones de 3.635 pesetas cada una (lo que supuso una prima de salida del 17,29 por 100). La emisión es rescatable desde 1993 por el emisor a un precio que, comenzando por la par, desciende un 1 por 100 cada año, siempre que el precio de las acciones no exceda del 130 por 100 del precio de conversión. En dicha fecha, es amortizable por el inversor a un 124,5 por 100, lo que implica un rendimiento del 10,01 por 100 anual.

Las tres emisiones con *warrants* corresponden a sendos bancos españoles y tienen en común la moneda de denominación —el marco alemán—, un vencimiento de cinco años, el ser lanzadas a través de filiales ubicadas en las islas Caimán, así como el estar garantizadas por depósitos subordinados en dichos bancos. Comenzó la serie el *Banco de Santander,* que emitió 125 millones —inicialmente fueron previstos sólo 100— con un cupón del 2,75 por 100. Cada nota de 1.000 marcos tiene asociados ocho *warrants,* que dan opción a adquirir acciones del Banco de Santander, a 7.650 pesetas cada una, durante el período comprendido entre el 2 de enero de 1989 y el 31 de diciembre de 1991.

Muy pocos días después, el *Banco Hispano Americano* emitía, con el mismo cupón, 150 millones. Los bonos, que tienen denominaciones de 1.000 y 10.000 marcos, llevan incorporados *warrants* ejercitables, durante el período comprendido entre el 3 de octubre de 1988 y el 31 de diciembre de 1991, en acciones del banco a 4.500 pesetas cada una.

Por último, a primeros de octubre, *Banesto* emitía 200 millones con un cupón del 2,5 por 100. Cada bono de 5.000 marcos lleva incorporados dos *warrants,* ejercitables desde el 1 de diciembre pasado hasta el 30 de noviembre de 1991, uno de los cuales da derecho a adquirir 66 acciones de banco, mientras que el otro posibilita la compra de una acción del mismo, en ambos casos a 5.500 pesetas cada una.

En definitiva, si bien la presencia de emisores españoles en los mercados de eurobonos puede considerarse poco significativa, no cabe duda de que en 1988 se inicia un cambio en el nivel de sofisticación de los instrumentos manejados por los mismos, hecho que, como decíamos al principio, no es independiente de las buenas perspectivas que tales emisores presentan para la comunidad financiera internacional, dentro de una valoración positiva del futuro inmediato de la economía española.

IV. EL MERCADO DE VALORES Y LA FINANCIACION EMPRESARIAL (2)

El mercado de valores suministra el marco en el que tiene lugar la emisión de títulos-valores por parte de las empresas para obtener financiación directa, a la que, en principio, se le supone más flexible y barata que la financiación intermediada. De ahí los esfuerzos llevados a cabo en la mayoría de los países para que un volumen creciente de los recursos financieros de las empresas pueda ser obtenido directamente de los mercados de valores, al considerar a dicha forma de financiación como la más eficiente.

El segmento «primario» del mercado de valores, en el que tiene lugar la mencionada captación de financiación para las empresas mediante la emisión de títulos, no es, sin embargo, el más relevante en los principales mercados bursátiles, en los que cobra una profundidad mucho mayor el segmento «secundario», en el que los títulos se negocian entre inversores, sin flujo de fondos hacia las empresas.

No hay que desdeñar, en cualquier caso, la importancia del mercado secundario, por cuanto éste se constituye en un fluido vital para la existencia del primario, debido fundamentalmente a la li-

CUADRO N.° 6

CONTRATACION Y LIQUIDEZ EN LOS PRINCIPALES MERCADOS DE VALORES

PAIS	1980		1985		1987	
	Contratación (10^9 dólares)	Ratio de liquidez (%)	Contratación (10^9 dólares)	Ratio de liquidez (%)	Contratación (10^9 dólares)	Ratio de liquidez (%)
Estados Unidos	380	31	765	40	1.426	48
Japón	160	44	285	31	1.403	48
Inglaterra	36	19	100	30	593	73
Alemania	15	21	35	20	n.d.	n.d.
Francia	14	26	22	26	70	35
Italia	10	40	5	8	23	17
Holanda	5	20	12	25	38	38
Bélgica	1	12	2	10	5	10
Dinamarca	1,5	25	5,5	35	7	35
España	1,5	9	2	10	16	18

quidez que proporciona. Téngase en cuenta que, al ser los recursos propios instrumentos financieros sin vencimiento, su adquisición por inversores (con horizonte temporal limitado) sería imposible sin la posibilidad de desinversión que un mercado secundario líquido aporta. En este sentido, es lógico que uno de los indicadores más relevantes de la «importancia» de un mercado de valores sea el volumen de contratación de títulos en el mercado secundario.

En el cuadro n.° 6 se presentan los volúmenes de contratación de acciones, durante los años 1980, 1985 y 1987, en el mercado español de capitales, así como en los de la Europa comunitaria, y en los dos países considerados más avanzados desde el punto de vista bursátil: Estados Unidos y Japón. En primer lugar, se presentan las cifras de contratación en términos absolutos, expresadas en dólares al objeto de homogeneizar entre países.

De dichas cifras destacan las enormes diferencias existentes entre los diferentes mercados, altamente desfavorables para el mercado español y los de la Europa comunitaria en general (salvo el caso británico) frente a los dos grandes centros bursátiles de Nueva York y Tokio. En el mercado español se contrata algo más de una centésima parte que en cada uno de dichos centros, y con una plena integración bursátil europea apenas se alcan-

CUADRO N.° 7

CAPITALIZACION BURSATIL DE LOS PRINCIPALES MERCADOS DE VALORES

PAIS	1980		1985		1987	
	(10^9 dólares)	Porcentaje del PNB	(10^9 dólares)	Porcentaje del PNB	(10^9 dólares)	Porcentaje del PNB
Estados Unidos	1.240	48	1.955	50	2.793	70
Japón	360	31	910	51	2.764	200
Inglaterra	190	43	328	58	816	200
Alemania	72	9	180	21	255	45
Francia	53	8	80	14	197	45
Italia	25	7	65	16	138	45
Holanda	25	15	50	25	100	80
Bélgica	8	8	21	20	50	60
Dinamarca	5	8	15	25	21	40
España	16	8	20	10	88	50

zaría la mitad del volumen de contratación de dichos centros, y ello si se incluye a Londres entre los mercados comunitarios; en caso contrario, todas las bolsas de la Europa comunitaria junta alcanzarían poco más de la décima parte que Nueva York o Tokio.

En el mismo cuadro n.° 6 se presenta el *ratio* de liquidez, resultante de expresar los volúmenes de contratación como porcentajes del *stock* total de títulos existentes en cada mercado, valorados a precios de mercado (es decir, la capitalización bursátil). Las diferencias entre países son menores en este concepto, aunque la comparación sigue siendo desfavorable para España, frente a la CEE, y para ésta frente a Estados Unidos y Japón, siendo el mercado londinense el más líquido.

En el cuadro n.° 7 se presenta, también para 1980, 1985 y 1987, la capitalización bursátil, o valor de mercado de los títulos contratados en cada uno de los mercados anteriormente mencionados (los de la CEE, Estados Unidos y Japón), en todos ellos expresados en miles de millones de dólares, al objeto de homogeneizar la medida. Lo más sorprendente de dichas cifras es el espectacular crecimiento del mercado japonés, que prácticamente alcanza al estadounidense; de hecho, lo supera ya al cierre de estas páginas, ocupando actualmente la primera posición mundial en capitalización bursátil.

El mercado español representa, en capitalización bursátil, aproximadamente el 3 por 100 del de EE.UU. o Japón, y el 1 por 100 del total mundial. Las mismas conclusiones desfavorables que en el caso de la contratación cabe destacar en la comparación de la CEE con dichos mercados japonés y estadounidense. Con la inclusión de Londres, un hipotético mercado de valores europeo alcanzaría una capitalización bursátil de poco más que la mitad de los de EE.UU. o Japón; sin Londres, la capitalización bursátil europea sería apenas la tercera parte de la de dichos mercados.

Más interesante que las cifras absolutas de capitalización bursátil, que dan lugar a tan enormes diferencias entre países, son las que refieren dicha capitalización a alguna medida de la capacidad productiva de cada país, siendo el producto nacional bruto (PNB) la elección natural para dicha medida. En el cuadro n.° 7 se presenta también la capitalización bursátil de cada mercado expresada como porcentaje del PNB del respectivo país. Como puede observarse, son los mercados japonés y británico los que representan un mayor peso relativo sobre el PNB de sus países, mientras en EE.UU. dicho peso se reduce al 70 por 100, y en los países de Europa continental oscila en torno al 50 por 100, con la excepción de Holanda, que, con la creciente especialización de Amsterdam como centro financiero, supera el 80 por 100 en el peso que su capitalización representa sobre el PNB.

Como conclusión de los cuadros n.os 6 y 7, cabe indicar que la comparación internacional resulta bastante desfavorable al mercado español (y al comunitario en general) de capitales, de acuerdo con los módulos habituales de liquidez y capitalización

CUADRO N.° 8

EMISIONES REALIZADAS EN LOS PRINCIPALES MERCADOS DE VALORES

	1980		1985		1987	
PAIS	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
Estados Unidos	13,2	3,5	24,1	3,2	32	2,2
Japón	0,6	0,4	4,2	1,4	54	3,8
Inglaterra	1,6	4,5	6,1	6,1	18,0	3,1
Alemania	1,5	2,1	3,8	10,8	3,7	n.d.
Francia	5,5	10	9,3	42,2	20,1	28,7
Italia	1,7	6,8	2,4	48,0	4,8	20,9
Holanda	0,1	0,4	0,6	5,0	2,2	5,8
Bélgica	0,9	11,0	0,5	25,0	0,8	16,0
Dinamarca	0,1	2,0	0,5	9,1	0,1	1,4
España	0,7	4,4	1,6	78,0	7,8	48,0

(1) Miles de millones de dólares.
(2) En porcentaje sobre la contratación bursátil.

bursátil. Ambos indicadores se refieren, sin embargo, exclusivamente al mercado secundario, que, al margen de su innegable importancia como proveedor de liquidez para el primario, no constituye realmente una posibilidad de canalización de fondos hacia las empresas.

Por ello, es necesario completar el análisis comparativo mediante el examen de las emisiones realizadas en los diferentes mercados. En el cuadro n.° 8 se presentan los volúmenes de emisiones realizadas en 1980, 1985 y 1987 en cada uno de los principales mercados de valores. Las cifras, expresadas en miles de millones de dólares, ya no son en absoluto tan dispares entre países como en los casos de capitalización o contratación.

Más relevantes que las cifras absolutas son las emisiones expresadas como porcentaje del volumen de contratación, que también se presentan en el cuadro número 8. Dichos porcentajes pueden interpretarse como el peso relativo que el segmento primario tiene sobre el secundario.

Son curiosamente los mercados considerados más eficientes —los de Japón, Estados Unidos e Inglaterra— aquéllos en los que dichos porcentajes son inferiores, no llegando al 4 por 100 en ninguno de ellos. Dicho en otras palabras, menos de una de cada 25 transacciones efectuadas en dichos mercados supone canalización de fondos hacia las empresas; el resto son transacciones financieras entre tenedores de títulos e inversores, no suponiendo oferta neta de fondos para las empresas.

El polo opuesto en dicha proporción lo ocupa precisamente el mercado español, donde, en el último año, el mercado primario ha representado casi la mitad del secundario. En los países de la CEE, oscila mayoritariamente en torno al 20 por 100.

De todos los resultados anteriores parece deducirse que la mayor dimensión de los principales mercados de valores mundiales, a los que España y la CEE tratan de acercarse de alguna manera, ha concretado su actividad fundamentalmente en el segmento secundario, sin que la canalización de fondos hacia las empresas haya podido beneficiarse apenas de dicha mayor dimensión, que no se manifiesta en absoluto en el volumen de emisiones.

Visto ya que sólo un volumen mínimo de la actividad bursátil «sale» hacia el sector real, queremos examinar ahora qué importancia tiene dicho flujo de fondos sobre la financiación empresarial.

El *mix,* o composición adecuada de las fuentes de financiación en la empresa, es un problema que ha recibido un extenso tratamiento en la literatura, tanto teórica como empírica, siendo la conclusión más generalizada la de que difícilmente puede hablarse de una estructura financiera óptima para todas las empresas, dependiendo ésta tanto del sector industrial en que opera la empresa como del entorno regulador en que se mueve, y especialmente de las posibles imperfecciones en los mercados financieros en los que la empresa capta los recursos.

El análisis de las diferencias observadas en la estructura financiera de empresas en diferentes países puede arrojar alguna luz sobre las particularidades de los diferentes mercados de capitales para proveer de financiación adecuada a sus empresas. Este es precisamente el objeto de la presente sección, en que se analiza, desde una perspectiva de comparación con los principales países industrializados, el grado en que el mercado español de capitales provee financiación a las empresas españolas, frente a otras formas de financiación, como la autofinanciación o la financiación intermediada.

Una primera fuente de información para este análisis lo constituyen las *Estadísticas Financieras* de la OCDE, y en particular las referentes a los flujos financieros dentro de cada país, distinguiendo por su destino y forma de materialización.

En base a dichas estadísticas, hemos construido el cuadro n.° 9, en el que se resume la composición, por instrumentos financieros, de los flujos netos externos captados por las empresas no financieras de los principales países entre 1980 y 1986, último año para el que se dispone de datos homogéneos. Si bien algunos países publican un grado superior de desagregación por instrumentos financieros, y de cara a conseguir mayor homogeneidad entre todos los países, hemos considerado tres categorías de fuentes financieras: préstamos, obligaciones y acciones. Del peso relativo que las dos últimas categorías tengan sobre los flujos financieros externos netos podemos inferir la importancia del mercado de valores de cada país en el suministro de fondos hacia el sector real de la economía.

Antes de comentar los aspectos más relevantes del cuadro número 9, conviene recalcar que sus cifras se han calculado en base a *flujos netos,* es decir, nueva captación menos amortización de instrumentos financieros captados anteriormente, por

CUADRO N.° 9

FINANCIACION EXTERNA NETA CAPTADA POR LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS

(Porcentajes)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
ESPAÑA							
Acciones	6,92	8,86	13,15	15,91	19,79	31	29
Obligaciones	5,82	7,93	7,88	2,30	28,09	11	18
Préstamos	87,27	83,21	78,97	81,79	52,11	58	53
ALEMANIA							
Acciones	4,46	3,45	5,00	5,03	4,37	7,3	14,1
Obligaciones	1,41	0,69	4,17	0,48	0,97	5,8	7,7
Préstamos	94,13	95,86	90,84	94,49	94,66	87,0	78,2
ESTADOS UNIDOS							
Acciones	9,29	—8,27	8,88	18,15	—40,52	—48	—38
Obligaciones	31,03	32,08	23,13	15,39	47,00	66	49
Préstamos	59,68	76,20	67,99	67,45	96,52	82	89
FRANCIA							
Acciones	22,38	21,42	13,73	22,37	27,02	37	45
Obligaciones	6,89	4,09	10,44	10,02	10,78	11	16
Préstamos	70,73	74,49	75,83	67,61	62,20	52	49
ITALIA							
Acciones	17,54	23,20	28,86	38,78	28,17	30	32
Obligaciones	3,66	2,67	11,50	5,13	2,35	3	9
Préstamos	78,80	74,13	59,64	56,08	69,47	66	59
JAPON							
Acciones	8,17	9,52	9,02	6,19	7,43	5,6	3,7
Obligaciones	4,41	6,09	6,73	7,18	9,15	10,0	13,0
Préstamos	87,42	84,39	84,25	86,63	83,42	84,4	84,4
REINO UNIDO							
Acciones	12,33	31,11	9,08	39,57	20	35	51
Obligaciones	6,39	36,17	26,35	—15,11	23	10	14
Préstamos	81,28	32,72	64,56	75,54	57	55	35

lo que, para algún instrumento financiero, puede darse el caso de que el flujo neto de fondos, y por tanto su peso relativo sobre el total, sea negativo. El caso más llamativo en este sentido es el de Estados Unidos, donde la generalización de OPAS y recompras de acciones por las empresas ha hecho que, en los tres últimos años, el flujo neto de recursos propios externos hacia las empresas haya sido negativo.

Al margen de dicho fenómeno, destaca en la totalidad de países el claro predominio de la financiación intermediada (préstamos) frente a la obtenida directamente del mercado de valores (obligaciones y acciones). Lo más sorprendente es que dicho predominio se presenta con mayor intensidad en Estados Unidos y Japón, países a los que se les atribuyen los mercados de valores más desarrollados. Estos resultados corroboran los obtenidos anteriormente en el sentido de que el mayor desarrollo y crecimiento de dichos mercados ha tenido su reflejo, casi exclusivamente, en el abanico de transacciones llevadas a cabo en el segmento secundario, sin apenas extenderse sus ventajas a la financiación de las empresas.

Las cifras anteriores son tanto más dramáticas cuanto que se

han producido en unos años en los que las cotizaciones bursátiles han experimentado un incremento espectacular en todos los mercados, lo que, según la ortodoxia financiera, debería haber estimulado a las empresas a captar recursos propios externos.

Para completar la visión de la estructura financiera de las empresas, y en particular de la importancia del mercado de capitales en ella, presentamos en el cuadro n.° 10 la estructura porcentual de las fuentes internas (autofinanciación) y externas (emisión de acciones y obligaciones, y captación de préstamos) en la financiación de las empresas industriales de los países considerados. Dichos porcentajes han sido obtenidos en base a las centrales de balances de los diferentes países, por lo que su representatividad depende de la muestra de empresas utilizadas en cada país. En cualquier caso, mucho nos tememos que el posible «sesgo» introducido por la incompleta muestra de empresas opere en el sentido de amplificar las conclusiones que del cuadro número 10 emergen.

Estas se refieren principalmente al fuerte peso que la autofinanciación tiene, especialmente en los países con centros financieros más desarrollados —como Estados Unidos, Japón, Inglaterra y Alemania—, hecho al que se le puede dar una doble interpretación. Por una parte, al tratarse de los países con economías más saneadas, y por tanto con empresas más rentables, tienen un mayor margen de financiación vía retención de beneficios. Por otra, sin embargo, puede interpretarse como que la fuerte autofinanciación es consecuencia de la escasez de fuentes financieras disponibles en unos mercados de valores excesivamente orientados hacia el segmento secundario. Si este es el caso, ello es más probable que ocurra en las empresas de menor dimensión (ausentes de las muestras utilizadas para la construcción de la central de balances) en la medida en que el acceso a los mercados financieros externos, especialmente a través del mercado de valores, está más limitado para dichas empresas.

De todos los análisis realizados en la presente sección parece desprenderse una disyuntiva difícil: la de que los mercados de capitales más eficientes y desarrollados, tomados generalmente como modelo de las recientes reformas bursátiles acometidas en nuestro país y en los de su entorno, no se caracterizan precisamente por un mayor acercamiento hacia las empresas que el que tiene lugar actualmente en nuestro país, el cual es frecuentemente objeto de queja por las empresas, no exentas de razón en gran medida.

¿Quiere ello decir que debe abandonarse la idea de modernizar el mercado de valores en la dirección marcada por los mercados más eficientes? En absoluto, y si ello se hiciera se cometería un gran error, pues la progresiva eliminación de barreras a la integración financiera internacional se encargaría de «anular» a un mercado que no ofreciese el abanico de posibilidades existente en los más avanzados. Y, en este sentido, debe tenerse en cuenta que la internacionalización de los flujos financieros es mucho más fácilmente alcanzable en inversión que en financiación. Dicho en otras palabras, son muchas más las posibilidades existentes para que un inversor español invierta en títulos extranjeros que para que una empresa española emita títulos en el exterior; virtualmente, a todo inversor español le está abierta la primera posibilidad, mientras que muy pocas empre-

CUADRO N.° 10

FINANCIACION INTERNA Y EXTERNA DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS

	1982		1985		1986	
PAIS	Interna	Externa	Interna	Externa	Interna	Externa
Estados Unidos	74,9	25,1	68,7	21,3	72,2	39,8
Japón	33,5	66,5	49,8	50,2	68,3	31,7
Alemania	103,5	—3,5	73,5	26,5	n.d.	n.d.
Inglaterra	51,8	48,2	68,4	31,6	68,3	31,7
Francia	31,1	68,9	39,1	60,9	45,3	54,7
Italia	14,2	85,9	35,9	64,1	35,8	64,2
España	30,7	69,3	38,3	61,7	43,1	66,9

CUADRO N.° 11

DISPONIBILIDAD DE FONDOS PARA EL CAPITAL-RIESGO EN EUROPA

	1984		1987	
	(1)	(2)	(1)	(2)
Alemania	0,25	0,35	0,85	0,33
Inglaterra	3,00	1,27	9,3	1,39
Francia	0,15	0,35	2,55	1,29
Italia	0,15	0,60	n.d.	n.d.
Holanda	0,55	1,57	1,02	1,01
España	0,08	0,6	0,50	0,60

(1) Miles de millones de dólares.
(2) Expresada como porcentaje de la capitalización de los mercados oficiales de valores.

sas tienen abierta la segunda vía, y no sólo por razones coyunturales o de regulación.

La modernización de nuestros mercados de valores siguiendo las pautas marcadas por los más desarrollados y eficientes no debe hacer olvidar, sin embargo, el otro gran reto que tienen planteado, como es el de su reducido papel en la financiación empresarial.

El hecho de que los mercados más desarrollados sean los que primen más al segmento secundario respecto al primario, como hemos comprobado, no debe inducir a pensar que ambos objetivos —modernización bursátil y ampliación de su capacidad de canalización de fondos— sean incompatibles, sino más bien complementarios, aunque operando en frentes diferentes; de tal manera que ni los intereses de los inversores ni los de las empresas emisoras se vean perjudicados.

La no incompatibilidad anterior se pone de manifiesto al observar cómo, paralelamente a una mayor modernización de sus mercados de valores (vía, por ejemplo, mayor desregulación, competitividad y flexibilidad), los países más avanzados han ido desarrollando las condiciones para ampliar el espectro de empresas potencialmente emisoras de títulos, si bien ello se ha hecho, en la mayoría de los casos, al margen del mercado de valores objeto de «modernización».

La potenciación del capital-riesgo ha constituido el esfuerzo más generalizado en los países industrializados de cara a facilitar una mayor canalización de fondos, en concepto de recursos propios, hacia empresas a las que resulta «vedado» el mercado de valores. El capital-riesgo, aún siendo difícil de delimitar, parece abarcar a inversiones en pequeñas o medianas empresas de nueva creación y con un elevado riesgo en cuanto a desenlace final de la inversión, y a partir de las cuales no se persigue la realización de dividendos o rentas a corto plazo, sino la obtención de fuertes ganancias a medio y largo plazo, al liquidar la inversión.

Ahora bien, dado el carácter no convencional de la inversión en capital-riesgo, su potenciación necesita la instrumentación de un conjunto de medidas que la favorezcan, destacando entre ellas las de carácter fiscal, como ha quedado de manifiesto en los países en que el capital-riesgo ha alcanzado mayor auge, así como la posibilidad de liquidar la inversión fácilmente en adecuados mercados de valores.

En relación con ambas facetas, la fiscalidad y la creación de un mercado paralelo de valores, se han dado algunos pasos en nuestro país en los últimos años que, a juzgar por los resultados obtenidos hasta la fecha, parecen a todas luces insuficientes, especialmente en cuanto a la segunda, puesto que el «segundo mercado de valores» sigue prácticamente sin estrenar, tras casi dos años de existencia.

Y en cuanto al capital-riesgo, si bien el volumen de fondos disponibles para él sigue siendo mínimo comparado con la capitalización bursátil (menos de un 1 por 100), no es menos cierto que la tasa de crecimiento de dichos fondos en los últimos años ha sido, en nuestro país, de las más elevadas de Europa, donde el capital-riesgo también constituye un porcentaje mínimo de la capitalización bursátil, como puede apreciarse en el cuadro n.° 11.

Si bien es todavía pronto para pretender recoger los frutos de una política de promoción del

capital-riesgo que cuenta con pocos años de edad en la mayoría de países, y menos en el nuestro, no cabe duda de que deberá transcurrir mucho tiempo antes de que la captación de recursos propios externos por la gran mayoría de empresas constituya una alternativa asimilable, cuantitativamente, a la financiación intermediada y a la autofinanciación. Ello no es óbice para reconocer que, en general, se han dado pasos en la dirección correcta, y tan sólo resta esperar que se intensifiquen para acelerar un proceso del que las empresas, y no solamente en nuestro país, están ampliamente necesitadas, habida cuenta de su dependencia, a todas luces excesiva, de los intermediarios financieros para la captación de fondos.

NOTAS

(1) El análisis de la financiación exterior de la economía española con anterioridad a dicho período, puede examinarse en Bergés, A., y Ontiveros, E.: «La financiación exterior de la economía española», *Información Comercial Española*, agosto-septiembre 1985.

(2) Esta sección se apoya esencialmente en Bergés, A.: «La financiación de las empresas en los mercados de valores», *Informes y Estudios*, n.º 3, 1988.