

CRISIS Y REORGANIZACIÓN EMPRESARIAL EN ESPAÑA: EL PAPEL DE LOS BANCOS

Atilano Jorge PADILLA
Alejandro REQUEJO (*)

I. INTRODUCCIÓN

EN estos tiempos de bonanza económica puede parecer que estudiar las crisis empresariales y el papel jugado por los bancos en su resolución tiene un interés limitado. Sin embargo, hay que señalar que, aun cuando es cierto que es mucho menos probable que las empresas pasen por dificultades financieras en momentos álgidos del ciclo, las crisis empresariales tienen, en multitud de ocasiones, causas idiosincrásicas que poco o nada se relacionan con la situación macroeconómica del país. No debe olvidarse, por ejemplo, que entre 1996 y 1999, años con fuertes tasas de crecimiento económico en España, los activos empresariales involucrados en procesos de suspensión de pagos y quiebra en España alcanzaron un valor total en torno al billón y medio de pesetas, una cifra nada despreciable.

En este trabajo, utilizamos una muestra de 7.846 empresas no financieras de la Central de Balances del Banco de España, en el periodo comprendido entre 1983 y 1994, para estudiar la forma en que las empresas españolas se enfrentan a problemas inesperados de viabilidad financiera. Esto es, estudiamos el comportamiento de empresas que, tras unos años de buenos resultados, se encuentran con que sus beneficios antes de intereses, impuestos y amortizaciones son inferiores a sus obligaciones de pago corrientes o, en otras palabras, se enfrentan a un

súbito problema de falta de liquidez.

Concretamente, estamos interesados en determinar la probabilidad con la que las empresas en crisis adoptan medidas operativas tales como la reducción de su plantilla o la venta de parte de sus activos. También nos interesa estudiar la frecuencia con la que estas empresas son capaces de obtener concesiones salariales que proporcionen la liquidez suficiente con la que afrontar sus obligaciones de pago. Pero, sobre todo, nuestro principal objetivo consiste en identificar el papel jugado por los bancos en este proceso, tanto como en su papel de acreedores de las empresas en crisis como, si éste es el caso, en su capacidad como accionistas de las mismas.

El trabajo pretende, por tanto, responder, entre otras, a las siguientes preguntas:

1) ¿Existe alguna relación significativa entre las medidas operativas acometidas por las empresas con problemas de viabilidad financiera y su estructura de capital?

2) ¿Cuál es el papel jugado por los bancos en los procesos de reorganización empresarial que siguen a la crisis?

3) ¿Debemos esperar que las empresas en cuyo capital participen de forma significativa uno o varios bancos solventen sus crisis de liquidez sin tener que acometer medidas traumáti-

cas como la reducción de su plantilla?

Este no es el primer estudio que investiga la forma en que las empresas reaccionan ante problemas financieros, ni tampoco el primero que investiga la relación entre las medidas operativas adoptadas en respuesta a problemas inesperados de liquidez y la estructura de capital de la empresa. Por ejemplo, John, Lang y Netter (1992) demuestran cómo las empresas de los Estados Unidos con problemas de viabilidad financiera suelen responder reduciendo plantilla y recortando sus costes laborales unitarios. De Angelo y De Angelo (1991) proporcionan evidencia en el mismo sentido. En particular, documentan cómo durante la reestructuración del sector del acero en los Estados Unidos, las empresas redujeron sus plantillas en dos tercios. Finalmente, Denis y Kruse (2000) encuentran, para una muestra de empresas de Compustat, que aproximadamente dos tercios de las empresas en crisis afrontan bien una reducción sustancial de plantilla o la venta de parte de sus activos.

En cuanto a la relación entre estructura de capital y la forma en que la empresa responde a los problemas de viabilidad financiera, Ofek (1993) encuentra que el endeudamiento de la empresa en crisis está positiva y significativamente relacionado con la probabilidad de que ésta afronte alguna medida operativa. De forma similar, Asquith, Gertner y Scharfstein (1994) encuentran una relación significativa entre la estructura de capital de la empresa y las medidas operativas adoptadas en respuesta a la crisis de liquidez. Ambos trabajos hacen referencia a la experiencia de empresas de los Estados Unidos.

Requejo (1996) fue el primero en realizar un estudio similar en el caso español. Concretamente, estudia los determinantes de la decisión de reducir plantilla en empresas con problemas de liquidez. En su caso, una mayor proporción de exigible a corto plazo sobre exigible total incrementa la probabilidad de que se lleva a cabo una reducción sustancial de plantilla. Gutiérrez-Urtiaga (2000) y Padilla y Requejo (1999) encuentran resultados similares, aunque utilizando metodologías muy distintas. Los resultados de Gutiérrez-Urtiaga (2000) muestran que el nivel de deuda financiera a corto plazo influye positivamente sobre los resultados de las empresas durante el periodo de crisis, favoreciendo además la adopción de medidas de reestructuración y saneamiento. Por su parte, Padilla y Requejo (1999) muestran cómo la decisión de reducir plantilla está íntimamente ligada a los procesos de reestructuración financiera. Para concluir con esta breve revisión de la literatura, debe mencionarse el trabajo de Zoido (1998), quien encuentra que la participación accionarial de los bancos en la empresas españolas, si bien tiene un impacto positivo sobre su valor de mercado, tiende a dificultar la renegociación de la deuda y la concesión de nueva financiación cuando las empresas se enfrentan a una crisis de liquidez.

Nuestro trabajo retoma la investigación realizada en estos artículos, y en particular la llevada a cabo por Zoido (1998) y Padilla y Requejo (1999). A diferencia de Zoido (1998), investigamos la relación entre la participación accionarial de los bancos y la adopción de medidas operativas de saneamiento y reorganización, y la relación entre estas últimas y la reestructuración de la deuda bancaria. En relación

con Padilla y Requejo (1999), este trabajo incorpora las participaciones accionariales de los bancos como variable explicativa y amplía el número de medidas operativas objeto de interés, al considerar también la venta de activos y las concesiones salariales, y no sólo las reducciones de plantilla.

II. PROBLEMAS DE VIABILIDAD FINANCIERA: CAUSAS Y CONSECUENCIAS

Una empresa se enfrenta a un problema de viabilidad financiera cuando sus flujos de caja operativos no son suficientes para cubrir sus obligaciones financieras (1). En este apartado analizaremos las posibles causas de la aparición de estos problemas, así como las distintas maneras en las que pueden reaccionar las empresas con el fin de hacerles frente.

1. Causas de los problemas de viabilidad financiera

Podemos clasificar las razones que dan lugar a que una empresa sufra problemas de viabilidad financiera en:

a) *Causas operativas*, esto es, aquellas causas que provocan una reducción de los flujos de caja de la empresa, y que pueden deberse a: 1) una caída en los ingresos por ventas, originada, a su vez, por una menor demanda (específica de la empresa o de la industria), o por un aumento de la competencia en el mercado relevante, y/o 2) por el incremento de los costes operativos de la empresa, bien por una deficiente gestión de los inventarios o por un incremento de los salarios y remuneraciones.

2) *Causas financieras*, esto es, aquellas causas que provocan un aumento brusco de los gastos financieros. Por ejemplo, una estructura de vencimientos de la deuda excesivamente sesgada al corto plazo puede dar lugar a una elevada variabilidad en el coste de capital de la empresa.

2. Reacciones a los problemas de viabilidad financiera

Las empresas que se encuentran de forma repentina ante un problema de viabilidad financiera tienen a su alcance varias alternativas para solventar la situación. La elección de la combinación de medidas destinadas a solucionar los problemas financieros depende en gran medida de las características de cada empresa. En general, existen dos tipos de medidas que puede adoptar una empresa cuando se ve inmersa en problemas de viabilidad financiera:

a) *Medidas operativas*. Son aquellas que persiguen la reorganización operativa y/o funcional de la empresa. Ejemplos de estas medidas son: la reducción de plantilla, la venta de activos, el cierre de plantas de producción, las concesiones salariales y los cambios en la dirección de la empresa. Son dos los objetivos que se persiguen con la adopción de estas medidas operativas. Algunas simplemente persiguen la obtención de liquidez para así poder hacer frente a las obligaciones de pago de la empresa. Otras, por el contrario, tienen únicamente un impacto sobre la corriente futura de ingresos y, por tanto, sobre la rentabilidad esperada y el riesgo de la empresa en el futuro. La mayoría de las medidas operativas descritas anteriormente com-

binan los dos objetivos, aunque por lo general casi siempre domina uno de ellos. Así, por ejemplo, tanto la venta de parte de los activos de la empresa como la reducción de los salarios pagados a sus trabajadores son medidas fundamentalmente encaminadas a obtener liquidez a corto plazo. Sin embargo, una reducción de la plantilla de la empresa no persigue aumentar la liquidez de ésta ya que, aun cuando puede reducir los gastos salariales, este ahorro puede quedar más que compensado por el pago de indemnizaciones por despido. La reducción de plantilla parece pues ir destinada primordialmente a modificar la estructura productiva de la empresa con el fin de alterar la corriente futura de sus flujos de caja.

b) *Medidas de reestructuración financiera.* Pretenden, mediante el acuerdo con los acreedores, modificar la estructura de vencimientos de la deuda (*esperas*) y/o reducir su valor facial (*quitas*). Estos acuerdos se pueden lograr bien a través de un proceso judicial, mediante la declaración de suspensión de pagos, o bien negociando directamente con los acreedores de la empresa fuera del sistema concursal (2).

III. EL PAPEL DE LOS BANCOS EN LA REORGANIZACIÓN EMPRESARIAL

En general, podemos establecer una clasificación entre los distintos países atendiendo al tipo de financiación mayoritariamente empleado por sus empresas. Aquellos países en los que las empresas utilizan mayoritariamente deuda bancaria para financiar sus proyectos de inversión pertenecen al denominado «sistema orientado hacia la banca», mientras que aquellos otros

en los que las empresas utilizan la financiación proporcionada por los mercados financieros (mediante emisiones públicas de acciones o deuda) pertenecen al conocido «sistema orientado hacia el mercado». Japón, Alemania y España son claros ejemplos del primer sistema. Estados Unidos y el Reino Unido lo son del segundo (3). En particular, en España, la deuda (con coste explícito) de las empresas no financieras es mayoritariamente bancaria y a corto plazo (4).

Asimismo, existen diferencias notables entre unos países y otros en lo referente a la posibilidad de que los bancos participen en el accionariado de empresas no financieras. En Europa continental, los bancos pueden poseer participaciones accionariales en estas empresas y, de hecho, ostentan un papel activo en el control de las mismas. En estos países, los bancos supervisan y controlan las empresas a través de sus representantes en los respectivos consejos de administración. Por el contrario, en los Estados Unidos la ley no permite que los bancos sean accionistas de las empresas no financieras —*The Banking Act*, 1933 (5).

En el caso español, tal y como señalan Crespi y García-Cestona (2000), los bancos poseen un gran porcentaje del capital en las empresas en las que participan como accionistas, sobre todo si estas son pequeñas o medianas. Sin embargo, según estos mismos autores, los bancos no ocupan un lugar preminente en el accionariado de la empresa española; por el contrario, los principales accionistas de las empresas españolas son «otras empresas (no financieras)», «familias» y «empresas financieras no bancarias» (6).

En los dos próximos apartados revisamos brevemente las

diferentes teorías sobre el papel jugado por los bancos en la reorganización de empresas con problemas de viabilidad financiera, considerando por separado aquellas que se ocupan del papel del banco como acreedor de aquellas otras que se centran en su papel como accionista.

1. Deuda bancaria y reorganización empresarial

Desde un punto de vista teórico, existe una relación directa entre la estructura de capital de una empresa y la probabilidad con la que ésta adopta alguna medida de tipo operativo en respuesta a problemas de viabilidad financiera. Esta relación positiva se puede justificar de dos formas distintas:

a) Jensen (1989) argumenta que las empresas con altos niveles de endeudamiento tienden a responder con mayor rapidez a los problemas de viabilidad financiera, con el fin de evitar el peligro de liquidación ineficiente. Básicamente, una empresa con un alto endeudamiento no puede permitirse ignorar sus problemas financieros en espera de tiempos mejores.

b) Los problemas de viabilidad financiera pueden forzar a la empresa a renegociar los términos de la deuda con sus acreedores (bien consiguiendo una quita o, simplemente, una extensión del vencimiento de la deuda). En tal caso, es posible que los gerentes de la empresa se vean obligados a adoptar medidas drásticas de carácter operativo destinadas a convencer a sus acreedores de la viabilidad futura de la empresa. Esto es así porque el propio contrato de deuda genera conflictos entre los distintos agentes con intereses

en la empresa (gerentes, accionistas y acreedores), por lo que la naturaleza de la reorganización empresarial preferida por cada uno de ellos es diferente (7). En particular, Padilla y Requejo (2000) demuestran que, en presencia de tal conflicto de intereses, el tamaño de la plantilla elegido por la empresa con anterioridad a la aparición de los problemas de viabilidad financiera puede ser excesivo desde el punto de vista del acreedor. Esto se debe a que en su modelo existe una relación directa entre el tamaño de la fuerza laboral y el riesgo de quiebra. Bajo los supuestos de este modelo, pues, una reducción de plantilla acerca el riesgo de la empresa al nivel deseado por los acreedores con los que se está renegociando, facilitando, por tanto, la consecución de un acuerdo. Además, estos autores muestran cómo cambios en los niveles de endeudamiento de la empresa modifican el riesgo deseado por los agentes con derechos de control y, por tanto, capacidad de decisión. Concretamente, muestran cómo una reducción de la deuda reduce los incentivos de los accionistas a tomar riesgo y, por tanto, a aumentar la plantilla de forma ineficiente.

En este trabajo nos interesa principalmente el papel de la deuda bancaria en la reorganización de empresas con problemas

de viabilidad financiera. Precisamente, la financiación bancaria reúne una serie de características que hacen más probable que se establezca la relación entre reestructuración financiera y reorganización empresarial que venimos discutiendo:

a) Una de las ventajas de la financiación bancaria frente a la emisión pública de deuda (obligaciones y pagarés) es que se pueden renegociar los términos del contrato con más facilidad (8). Normalmente, el número de bancos con los que trabaja una empresa es reducido y, por tanto, es más sencillo llegar a un acuerdo con ellos cuando surge algún problema de viabilidad financiera (9).

b) Los acreedores bancarios tienen incentivos y capacidad suficiente para supervisar las inversiones y decisiones de las empresas. El poder del banco para influir en las decisiones de la empresa aumenta con la proporción de la deuda bancaria con respecto al endeudamiento total de la empresa.

c) La deuda bancaria es preferente y tiene, en la mayoría de los casos, vencimiento a corto plazo. Esto implica que cuando la empresa sufre problemas de viabilidad financiera los bancos pueden presionar, bajo la amenaza de liquidación, para que la empresa obtenga liquidez a través de alguna medida operativa

(como la venta de activos), aunque ello suponga una disminución en la rentabilidad futura de la empresa (10).

Dadas las características específicas de la financiación bancaria, podemos relacionar directamente las medidas operativas adoptadas en empresas con problemas de viabilidad financiera con variables que miden la participación de los bancos en su papel de acreedores de la empresa. En el cuadro n.º 1 se resumen los signos esperados de dicha relación. Para entender estos signos, es necesario clasificar las medidas operativas en función del objetivo que persiguen; así diferenciaremos las medidas destinadas a modificar la estructura productiva de la empresa, y por tanto su perfil de riesgo, de aquellas otras centradas en la obtención de liquidez:

- Obviamente, cuanto mayor sea el poder del banco en la empresa, mayor será su influencia sobre los aspectos operativos de ésta. Por tanto, si, como establece la teoría de la agencia, los acreedores prefieren una estructura productiva con un menor riesgo asociado que el que los accionistas preferirían, cuanto mayor sea el peso de la deuda bancaria en el pasivo de la empresa mayor será la probabilidad de que se adopten medidas destinadas a hacer la inversión en la empresa menos arriesgada.

CUADRO N.º 1

DEUDA BANCARIA Y REORGANIZACIÓN EMPRESARIAL: SIGNOS ESPERADOS

VARIABLES	OBJETIVO MEDIDA OPERATIVA	
	Disminución riesgo	Obtención liquidez
Reducción de la deuda bancaria	+	-
Extensión de la deuda bancaria	+	-
Deuda bancaria / deuda total.....	+	+

- Los bancos sólo admitirán reducciones en el valor facial de sus créditos y/o extensiones en el vencimiento de éstos si van acompañadas de cambios operativos que alineen el perfil de riesgo de la empresa con sus propias preferencias. Así pues, una reestructuración de la deuda bancaria aumenta claramente la probabilidad de adopción de medidas operativas con impacto sobre la estructura productiva presente y futura de la empresa.

- Si la empresa con problemas de viabilidad financiera reduce su deuda bancaria o extiende el vencimiento de ésta, tendrá menos necesidad de adoptar medidas operativas que generen liquidez. Sin embargo, cuanto mayor sea la *ratio* de deuda bancaria sobre la deuda total, más probable es que la empresa necesite obtener liquidez para pagar la deuda bancaria (en la medida en que ésta goce de preferencia y su vencimiento sea a corto plazo).

2. La participación accionarial de los bancos

La participación de los bancos en el accionariado de una empresa tiene claras implicaciones en la resolución del conflicto de intereses entre accionistas y acreedores. Como ya hemos explicado anteriormente, los accionistas y los gestores que actúan en su nombre, por una parte, y los acreedores, por otra, tienen distintas preferencias con respecto al riesgo que debe asumir la empresa. Si uno de los acreedores, digamos un banco, además de conceder financiación, posee una parte de las acciones de la empresa, este conflicto puede verse reducido. Ahora bien, en tanto que los intereses del banco, en su papel de acreedor y accionista, no están tam-

co perfectamente alineados con los del resto de acreedores, las decisiones de la empresa seguirán siendo subóptimas, al no maximizar el valor total de los flujos de caja de la empresa.

Por otra parte, la participación de los bancos en el accionariado de las empresas incrementa sus incentivos a supervisar la actividad de las empresas, por lo que si existen asimetrías de información en el mercado de capitales, la participación bancaria puede interpretarse como una buena señal de la calidad crediticia de la empresa y, por tanto, disminuir el coste de financiación de ésta (11).

Finalmente, la participación de los bancos en el accionariado de una empresa puede modificar la forma en que ésta solventa los problemas de viabilidad financiera, caso de producirse. Las preferencias del banco en esta situación dependen en gran medida de los incentivos opuestos que tiene como accionista y como acreedor. Como accionista, el banco desea más riesgo, por lo que es posible que prefiera no adoptar acciones que lo disminuyan. Por el contrario, como acreedor, puede preferir la adopción de medidas reductoras del riesgo (12).

En conclusión, aun cuando parece lógico suponer que la presencia de los bancos en el accionariado de las empresas puede tener algún efecto sobre la manera en que éstas resuelven sus problemas financieros, no contamos con una predicción teórica clara sobre el signo e importancia de dicho efecto.

En un trabajo reciente, Zoido (1998) analiza el impacto de las participaciones accionariales de los bancos en el funcionamiento de las empresas españolas. Sus resultados indican que esta participación incrementa el valor de

la empresa y disminuye el coste de su financiación. En el caso de las empresas con problemas de viabilidad financiera, parece que las empresas participadas por bancos son más proclives a desinvertir, vendiendo activos y reduciendo plantilla. En el apartado siguiente sobre la base del trabajo de Zoido (1998), estudiamos qué medidas adoptan las empresas participadas por bancos y analizamos si existen diferencias con las empresas en las que los bancos no participan.

IV. ANÁLISIS EMPÍRICO

Estudiamos aquí empíricamente la relación existente entre la participación de los bancos en la financiación y la propiedad de la empresa, y la reorganización empresarial que tiene lugar en las empresas con problemas de viabilidad financiera.

Las medidas operativas que analizamos son tres: la reducción de la plantilla de la empresa, la venta de parte de sus activos y las concesiones salariales exigidas a sus trabajadores. Según lo visto en el apartado III, la relación entre la adopción de estas medidas operativas y el nivel de endeudamiento bancario depende crucialmente de cuál sea el objetivo perseguido por las empresas cuando las adoptan. Clasificamos esas tres medidas operativas, en función de su objetivo, de la siguiente manera:

- La reducción de plantilla es una medida que persigue disminuir el riesgo de la corriente futura de flujos de caja de la empresa, y no la obtención de liquidez a corto plazo.

- La venta de activos es una medida que se adopta en la mayoría de los casos para obtener liquidez y pagar parte de la deuda de la empresa. También es

posible que modifique el riesgo de la empresa, aunque no sabemos si lo aumenta o lo disminuye.

- Las concesiones salariales también obtienen liquidez en el corto plazo por la disminución de los costes variables. Bajo determinados supuestos sobre la función de producción de la empresa, el cambio en los salarios no modifica el riesgo de los flujos de caja (véase Padilla y Requejo, 2000). Sin embargo, es posible argumentar que esta medida está positivamente relacionada con la reestructuración de la deuda bancaria. Los salarios en España gozan de preferencia absoluta con respecto al resto de deudas de la empresa, por lo que los trabajadores no tienen incentivos para aceptar reducciones salariales a menos que el resto de acreedores de la empresa (en este caso los bancos), con deuda subordinada a los salarios, realice concesiones previamente (13).

1. Selección de la muestra

La muestra utilizada en este trabajo se ha construido a partir de los datos de la Central de Balances del Banco de España. Nuestra muestra contiene información sobre 7.846 empresas no financieras españolas durante, al menos, cuatro años consecutivos en el periodo 1983-1994. Para cada empresa y año, contamos con sus cuentas de activo, sus cuentas de pasivo y su cuenta de resultados. Asimismo, disponemos de información sobre empleo para cada una de las empresas de la muestra (14).

De esta muestra inicial, se eliminaron las empresas públicas o reguladas. Asimismo, las empresas que sufrieron procesos de fusión o escisión y las empresas

que cambiaron de sector fueron retiradas de la muestra. Su inclusión en el estudio podría sesgar nuestros resultados porque su función de producción cambia drásticamente a lo largo del tiempo. Finalmente, se eliminaron las empresas sin gastos financieros (es decir, sin deuda con coste) porque estamos interesados en explicar el efecto del endeudamiento bancario sobre la adopción de medidas operativas.

El resultado de estos filtros es una muestra intermedia formada por 4.566 empresas. A partir de esta muestra, seleccionamos las empresas con problemas de viabilidad financiera. Nuestra definición de dichos problemas está basada en la *ratio* de cobertura de los intereses de la deuda. Esta *ratio* es igual al cociente de los beneficios antes de intereses, impuestos y amortizaciones (BAIIA) sobre los gastos financieros. En un año dado, una empresa tiene problemas de viabilidad financiera si esta *ratio* desciende drásticamente desde un valor mayor o igual a dos a un valor menor o igual a uno (15). Este mecanismo de selección identifica aquellas empresas que sufren problemas de viabilidad financiera de forma inesperada y, por tanto, nos permite analizar la relación entre la reorganización empresarial y el papel de la deuda bancaria. El resultado de este criterio de selección es una muestra de 930 empresas que sufrieron problemas de viabilidad financiera en algún año del periodo 1983-1994 (16).

2. Definición de las variables

Para analizar la relación entre el papel de los bancos y la reorganización empresarial, necesitamos definir una serie de variables ficticias. Es decir, variables que toman un valor igual a uno si

la empresa satisface algún criterio concreto, y toman un valor igual a cero en caso contrario.

Las medidas operativas que consideramos en este trabajo se definen de la siguiente manera:

a) *Reducción de plantilla*. Una empresa reduce plantilla en un año si despide por lo menos al 10 por 100 de su plantilla. Elegimos este valor para asegurarnos que este suceso constituye una medida operativa en respuesta a los problemas de viabilidad financiera, y no un ajuste marginal del empleo (17).

b) *Venta de activos*. Una empresa vende activos en un año si su inmovilizado material bruto disminuye por lo menos un 10 por 100. Las razones para seleccionar esta cifra son similares al caso de la reducción de plantilla.

c) *Concesiones salariales*. Una empresa logra una concesión salarial de sus trabajadores en un año si disminuyen los costes salariales por trabajador.

Los procesos de reestructuración de la deuda bancaria en empresas con problemas de viabilidad financiera se definen de la siguiente forma:

- *Reducción de la deuda bancaria*. Una empresa reduce su deuda bancaria en un año si disminuye el valor contable de su deuda bancaria.

- *Extensión del vencimiento de la deuda bancaria*. Una empresa consigue un aplazamiento en el vencimiento de la deuda bancaria si simultáneamente observamos una disminución de la deuda bancaria a corto plazo y un aumento de la deuda bancaria a largo plazo.

3. Descripción de los datos

En el cuadro n.º 2 presentamos un análisis descriptivo de la muestra intermedia, formada por 4.566 empresas. Dividimos esta muestra en dos grupos: el primer grupo está formado por las 930 empresas con problemas de viabilidad financiera, y el segundo grupo lo componen las 3.636 empresas restantes. Para cada grupo de empresas, calculamos y comparamos la media y mediana de las variables reales y financieras de interés, tomando como

referencia el año anterior a la aparición de los problemas de viabilidad financiera —que denotamos con $t = 0$ (18).

A partir del cuadro n.º 2 podemos obtener las siguientes conclusiones (19). La empresa mediana del grupo de empresas con problemas de viabilidad financiera es más pequeña que la empresa mediana del grupo de empresas sin problemas. En particular, la mediana del activo y la de las ventas son más pequeñas para las 930 empresas con pro-

blemas de viabilidad financiera. Sin embargo, si observamos las medias de estas variables, las diferencias ya no son estadísticamente significativas. Por tanto, podemos concluir que no existen fuertes diferencias en el tamaño entre empresas con problemas financieros y empresas sin problemas financieros.

Sin embargo, sí que existen diferencias en el resto de variables reales analizadas. Las empresas con problemas de viabilidad financiera tienen una menor

CUADRO N.º 2

ANÁLISIS DESCRIPTIVO PARA UNA MUESTRA DE 4.566 EMPRESAS ESPAÑOLAS (1983-1994)

	MEDIAS		CONTRASTE DE MEDIAS (c)	MEDIANAS		CONTRASTE DE MEDIANAS (d)
	Con problemas de viabilidad financiera (e)	Sin problemas de viabilidad financiera	p-valor	Con problemas de viabilidad financiera (e)	Sin problemas de viabilidad financiera	p-valor
VARIABLES REALES (a)						
Ventas totales ($t = 0$).....	2.711,15	2.666,47	0,83	643,50	799,00	0,00
Activo ($t = 0$)	2.621,11	2.375,25	0,28	493,00	576,00	0,00
Empleo ($t = 0$)	166,12	158,72	0,54	45,50	51,00	0,11
Trabajadores temporales/empleo ($t = 0$)	0,09	0,11	0,00	0,00	0,01	0,01
Gastos salariales/empleo ($t = 0$).....	2,45	2,34	0,00	2,28	2,18	0,00
Inmovilizado material neto/empleo ($t = 0$).....	3,07	3,43	0,04	1,39	1,73	0,00
RATIO DE COBERTURA DE INTERESES (a)						
BAIIA/Gastos financieros ($t = 0$)	6,27	6,19	0,82	3,25	2,70	0,00
BAIIA/Gastos financieros ($t = 1$)	-0,43	6,60	0,00	0,03	2,89	0,00
BAIIA/Gastos financieros ($t = 2$)	2,04	6,68	0,00	1,24	2,87	0,00
VARIABLES FINANCIERAS (a)						
Deuda con coste (b) / activo neto (b) ($t = 0$)	0,30	0,39	0,00	0,28	0,39	0,00
Deuda total/Activo ($t = 0$)	0,53	0,60	0,00	0,53	0,62	0,00
Deuda bancaria total/deuda con coste (b) ($t = 0$)	0,82	0,86	0,00	1,00	1,00	0,00 (f)
Deuda bancaria corto plazo/deuda bancaria ($t = 0$)	0,77	0,79	0,03	0,97	1,00	0,00
Gastos financieros / activo ($t = 0$)	0,04	0,05	0,00	0,03	0,04	0,00
Gastos financieros / Deuda con coste (b) ($t = 0$) ..	0,29	0,27	0,09	0,16	0,17	0,05
Activo circulante / exigible a corto plazo ($t = 0$) ..	1,85	1,55	0,00	1,50	1,30	0,00
Número de observaciones	930	33.372		930	33.372	

Notas:

- (a) Todas las variables se expresan en millones de pesetas, y se deflactan utilizando el deflactor implícito del PIB (1986).
- (b) Proveedores no incluidos.
- (c) Contraste de diferencia de medias entre el grupo de empresas con problemas financieros y el grupo de empresas sin problemas financieros.
- (d) Contraste de la hipótesis nula de que ambas muestras (empresas con problemas y sin problemas) provienen de poblaciones con la misma distribución. Utilizamos el estadístico de Mann-Whitney para dos submuestras.
- (e) La definición de problemas de viabilidad financiera se basa en la *ratio* de cobertura de los intereses (BAIIA/Gastos financieros). Denotamos $t = 0$ como el año antes de la aparición de problemas; $t = 1$ es el período en el que surgen los problemas financieros; $t = 2$ denota el año siguiente a la aparición de problemas financieros.
- (f) Este *p*-valor no implica que las medianas sean diferentes, sino que las distribuciones a las que pertenecen las medianas son diferentes.

proporción de trabajadores temporales y, además, unos costes laborales unitarios más elevados. Asimismo, la media de la *ratio* de inmovilizado material neto sobre empleo es menor para el grupo de empresas con problemas de viabilidad financiera.

La mediana de la *ratio* de cobertura de intereses en $t = 0$ es superior para las empresas que sufrieron problemas de viabilidad financiera. Este resultado es interesante, puesto que refleja que las empresas con problemas de viabilidad financiera en $t = 1$ no tenían problemas en $t = 0$ y, por tanto, nuestro criterio de selección escoge empresas que se encuentran con problemas de viabilidad financiera de forma inesperada.

La estructura de capital de las empresas con problemas de viabilidad financiera es diferente de la estructura de capital de las empresas sin problemas de viabilidad financiera. Las primeras están menos endeudadas, aunque tienen aproximadamente la misma proporción de deuda bancaria sobre deuda con coste, y la misma proporción de deuda bancaria a corto plazo sobre deuda bancaria total. Precisamente, los valores de estas dos últimas *ratios* nos muestran que, al igual

que otros estudios existentes sobre la estructura de capital de las empresas españolas, la mayor parte de la deuda con coste es bancaria y de corto plazo. Con respecto al coste de la deuda, la evidencia no es concluyente: la proporción de gastos financieros sobre activo es siempre menor en el grupo de empresas con problemas de viabilidad financiera, pero la media de la proporción de gastos financieros sobre deuda con coste es mayor para el mismo grupo de empresas. Finalmente, la liquidez de las empresas con problemas de viabilidad financiera es sensiblemente mayor en $t = 0$. Este hecho también indica que las empresas no podían anticipar la aparición de tales problemas.

Para resumir, el cuadro n.º 2 muestra que las empresas con problemas de viabilidad financiera tenían unos resultados más que aceptables antes de la aparición de dichos problemas. Estas empresas son, en cierta manera, más pequeñas, más intensivas en mano de obra y poseen una plantilla menos flexible y más costosa. Por último, son empresas menos endeudadas que las empresas que no sufrieron problemas de viabilidad financiera.

En el cuadro n.º 3, describimos cómo reaccionan las empresas ante la aparición de problemas de viabilidad financiera. Con respecto a la reestructuración de la deuda bancaria, un 39 por 100 redujo su deuda bancaria y un 11 por 100 extendió el vencimiento de ésta. En lo referente a las medidas operativas, un 21 por 100 disminuyó su plantilla por lo menos un 10 por 100, un 11 por 100 vendió por lo menos el 10 por 100 de su activo inmovilizado bruto y un 47 por 100 disminuyó sus costes laborales unitarios.

Antes de realizar un análisis multivariante del papel de los bancos en la adopción de las diferentes medidas operativas, presentamos varios cuadros de contingencia para entender mejor la relación entre estas medidas operativas, los procesos de reestructuración de la deuda bancaria y la aparición de los problemas de viabilidad financiera. En el cuadro n.º 4, observamos que el porcentaje de empresas que reduce plantilla, vende activos u obtiene concesiones salariales es significativamente mayor en la submuestra de empresas que sufre problemas de viabilidad financiera. En el cuadro n.º 5, analizamos la relación entre las diferentes medidas operativas y la

CUADRO N.º 3

**MEDIDAS ADOPTADAS EN UNA MUESTRA DE 930 EMPRESAS ESPAÑOLAS
TRAS LA APARICIÓN DE PROBLEMAS DE VIABILIDAD FINANCIERA**

<i>Medidas adoptadas</i>	<i>Número de empresas</i>	<i>Frecuencia (porcentaje)</i>
REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA		
Reducción de la deuda bancaria	361	39
Extensión de la deuda bancaria.....	98	11
MEDIDAS OPERATIVAS		
Reducción de plantilla	199	21
Ventas de activos	98	11
Concesiones salariales	437	47

Nota: Todas las medidas adoptadas por las empresas con problemas de viabilidad financiera se describen en el texto (apartado IV.2).

CUADRO N.º 4

**MEDIDAS OPERATIVAS Y PROBLEMAS DE VIABILIDAD FINANCIERA
PARA UNA MUESTRA DE 4.566 EMPRESAS ESPAÑOLAS (1983-1994)**

Frecuencias (porcentaje) (a)	Sin problemas de viabilidad financiera	Con problemas de viabilidad financiera	Muestra total	p-valor (b)
Reducción de plantilla	14,03	21,40	14,26	0,00
Ventas de activos	8,24	10,62	8,31	0,01
Concesiones salariales.....	43,79	46,99	43,89	0,05

Notas:

(a) Porcentaje de empresas que adopta cada medida operativa para la submuestra de empresas con problemas financieros y para la submuestra de empresas sin problemas financieros.

(b) χ^2 de Pearson para la hipótesis de que cada una de las medidas operativas y la aparición de problemas financieros sean sucesos independientes.

reestructuración de la deuda bancaria. Podemos observar que, en general, no existe una relación estadísticamente significativa entre estos sucesos. Tan sólo encontramos que el porcentaje de empresas que reduce plantilla aumenta significativamente en la submuestra de empresas que simultáneamente reduce su deuda bancaria.

Finalmente, en el cuadro n.º 6 mostramos información sobre la relación existente entre las diferentes medidas operativas adoptadas por empresas que sufren problemas de viabilidad financiera. El porcentaje de empresas que reduce plantilla se incrementa significativamente en la submuestra de empresas que simultáneamente venden activos y disminuye, también significativamente, en la submuestra de empresas que obtienen concesiones salariales. Estos resultados nos permiten concluir que la reducción de plantilla y la venta de activos son medidas complementarias, mientras que la reducción de plantilla y las concesiones salariales son medidas sustitutivas. Con respecto a la relación entre la venta de activos y las concesiones salariales, el cuadro n.º 6 nos muestra que son, estadísticamente, medidas complementarias.

4. El efecto de la participación accionarial de los bancos en empresas con problemas de viabilidad financiera

En este epígrafe analizamos el efecto de la participación de los bancos en el accionariado de las empresas sobre las medidas adoptadas para solucionar la aparición de los problemas de viabilidad financiera.

De las 930 empresas españolas con problemas de viabilidad financiera seleccionadas, tan sólo 28 estaban participadas por bancos el año anterior a la aparición de dichos problemas, con una participación media del 37 por 100.

Nuestros resultados indican que la participación bancaria en el accionariado de las empresas *no* tiene efecto alguno sobre la forma en la que las empresas reaccionan ante problemas de viabilidad financiera. En efecto, el porcentaje de empresas que adopta alguna de las tres medidas operativas analizadas (reducción de plantilla, venta de activos o concesiones salariales) es ligeramente inferior en la muestra compuesta por 28 em-

presas participadas por bancos, pero este resultado no es estadísticamente significativo. Asimismo, el porcentaje de empresas que reestructura su deuda bancaria de alguna de las dos formas analizadas (bien reduciendo su deuda bancaria o extendiendo el plazo de la deuda bancaria), y que previamente estaba participada por bancos, es también ligeramente inferior, aunque tampoco de forma significativa.

V. FACTORES EXPLICATIVOS DE LA PROBABILIDAD DE ADOPTAR MEDIDAS OPERATIVAS EN EMPRESAS CON PROBLEMAS DE VIABILIDAD FINANCIERA

El principal objetivo de este trabajo es encontrar evidencia empírica sobre el papel de la deuda bancaria en la adopción de diferentes medidas operativas en empresas con problemas de viabilidad financiera. En el cuadro número 7, presentamos una regresión *logit* para cada medida operativa analizada. Esta metodología econométrica nos permi-

CUADRO N.º 5

MEDIDAS OPERATIVAS Y REESTRUCTURACIÓN FINANCIERA PARA UNA MUESTRA DE 930 EMPRESAS ESPAÑOLAS CON PROBLEMAS DE VIABILIDAD FINANCIERA

<i>Frecuencias (porcentaje) (a)</i>	<i>Sin reducción de deuda bancaria</i>	<i>Con reducción de deuda bancaria</i>	<i>Muestra total</i>	<i>p-valor (b)</i>
Reducción de plantilla	17,72	24,10	21,40	0,02
Ventas de activos	9,62	12,22	10,62	0,24
Concesiones salariales.....	47,32	47,65	46,99	0,92

<i>Frecuencias (porcentaje) (a)</i>	<i>Sin extensión de deuda bancaria</i>	<i>Con extensión de deuda bancaria</i>	<i>Muestra total</i>	<i>p-valor (b)</i>
Reducción de plantilla	20,79	26,53	21,40	0,19
Ventas de activos	10,91	8,16	10,62	0,40
Concesiones salariales.....	46,15	54,08	46,99	0,13

Notas:

- (a) Porcentaje de empresas que adopta cada medida operativa en la submuestra de empresas que no se reestructura financieramente y en la submuestra de empresas que se reestructura financieramente.
 (b) χ^2 de Pearson para la hipótesis de que cada una de las medidas operativas y cada una de las formas de reestructurarse financieramente sean sucesos independientes.

CUADRO N.º 6

RELACIÓN ENTRE DIFERENTES MEDIDAS OPERATIVAS PARA UNA MUESTRA DE 930 EMPRESAS ESPAÑOLAS CON PROBLEMAS DE VIABILIDAD FINANCIERA

<i>Frecuencias (porcentaje) (a)</i>	<i>Sin venta de activos</i>	<i>Con venta de activos</i>	<i>Muestra total</i>	<i>p-valor (c)</i>
Reducción de plantilla	20,00	33,67	21,40	0,00

<i>Frecuencias (porcentaje) (b)</i>	<i>Sin concesiones salariales</i>	<i>Con concesiones salariales</i>	<i>Muestra total</i>	<i>p-valor (c)</i>
Reducción de plantilla	32,25	9,15	21,40	0,00
Ventas de activos	8,57	12,93	10,62	0,03

Notas:

- (a) Porcentaje de empresas que reduce plantilla en la submuestra de empresas que no vende activos y en la submuestra de empresas que vende activos.
 (b) Porcentaje de empresas que reduce plantilla o que vende activos en la submuestra de empresas que no realiza concesiones salariales y en la submuestra de empresas que realiza concesiones salariales.
 (c) χ^2 de Pearson para la hipótesis de que cada par de medidas operativas sean sucesos independientes.

te calcular el efecto de diferentes variables explicativas sobre la probabilidad de adoptar una reducción de plantilla, una venta de activos o una disminución salarial.

Las variables explicativas que introducimos en las regresiones se separan en tres bloques:

a) *Reestructuración de la deuda bancaria.* Este grupo de varia-

bles está compuesto por la reducción de la deuda bancaria y la extensión de la deuda bancaria.

b) *Variables financieras.* Este grupo de variables pretende captar el efecto de la estructura de capital de la empresa sobre la adopción de las diferentes medidas operativas. En particular, introducimos la *ratio* de la deuda total sobre el activo, para así

captar el efecto del endeudamiento, la *ratio* de los gastos financieros sobre la deuda con coste, para controlar por el coste de capital soportado por la empresa, y la *ratio* de la deuda bancaria sobre la deuda total, para analizar la importancia de la financiación bancaria en la adopción de las diferentes medidas operativas.

CUADRO N.º 7

VARIABLES EXPLICATIVAS DE LA PROBABILIDAD DE ADOPCIÓN DE MEDIDAS OPERATIVAS:
REGRESIONES LOGIT EN UNA MUESTRA DE 930 EMPRESAS ESPAÑOLAS
CON PROBLEMAS DE VIABILIDAD FINANCIERA

Variable dependiente	Reducción de plantilla	Venta de activos	Concesiones salariales
REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA BANCARIA			
Reducción de la deuda bancaria	0,46** (0,18)	0,21 (0,25)	0,02 (0,15)
Extensión de la deuda bancaria	0,52** (0,27)	-0,15 (0,39)	0,42* (0,23)
VARIABLES FINANCIERAS (t = 0)			
Deuda total/Activo	-0,10 (0,70)	-1,15 (0,85)	0,41 (0,49)
Gastos financieros/deuda con coste (a)	0,45* (0,26)	0,15 (0,25)	-0,20 (0,20)
Deuda bancaria/deuda total	-0,38 (0,49)	0,44 (0,62)	-0,02 (0,40)
VARIABLES REALES (t = 0)			
Trabajadores temporales/empleo	1,86*** (0,51)		-0,67 (0,48)
Inmovilizado neto/empleo	-0,01 (0,02)	0,01 (0,02)	0,00 (0,01)
Log(activo).....	-0,11* (0,06)	-0,03 (0,08)	-0,13** (0,06)
Beneficio neto/activo (ROA)	-2,64 (1,87)	-1,23 (2,60)	0,09 (1,45)
Activo circulante/exigible a corto plazo	-0,02 (0,13)	-0,07 (0,16)	-0,07 (0,09)
Gastos salariales/empleo	-0,28** (0,12)		0,50*** (0,10)
Control temporal y sectorial (b)	2,27* (1,40)	13,49*** (2,21)	4,72*** (0,90)
Constante	-0,64 (0,80)	-2,68*** (0,94)	-2,67*** (0,72)
Número de observaciones	789	785	789
Contraste de bondad del ajuste (p-valor) (c)	0,48	0,59	0,33

Notas:

*** Significativo al 1 por 100; ** Significativo al 5 por 100; * Significativo al 10 por 100; Entre paréntesis se presentan los errores estándar robustos.

(a) Proveedores no incluidos.

(b) Porcentaje de empresas que adopta cada medida operativa en el mismo sector y en el mismo año.

(c) La hipótesis nula es el buen ajuste del modelo.

c) *Variables reales*. Este grupo de variables trata de recoger el efecto de variables no financieras sobre la decisión de adoptar medidas operativas en empresas con problemas de viabilidad financiera. Estas variables son las mismas en las columnas de la reducción de plantilla y de las concesiones salariales: la *ratio* de trabajadores temporales, la *ratio* capital-trabajo, el logaritmo del

activo, la rentabilidad sobre el activo, la *ratio* de liquidez, el coste laboral unitario y una variable que mide el porcentaje de empresas que adopta cada medida operativa en el mismo sector y en el mismo año. En la columna en la que mostramos los resultados sobre la venta de activos, no se introduce la *ratio* de trabajadores temporales ni el coste laboral unitario porque son variables

irrelevantes para la adopción de esta medida.

Los resultados presentados en el cuadro n.º 7 indican que la reestructuración de la deuda bancaria afecta positivamente a la probabilidad de reducir plantilla en empresas con problemas de viabilidad financiera. Este resultado es consistente con nuestra hipótesis de que la reducción

de plantilla es una medida que no pretende obtener liquidez y que, por el contrario, se adopta para disminuir el riesgo de la empresa. También existe una relación positiva y significativa entre la extensión del vencimiento de la deuda bancaria y la probabilidad de que la empresa obtenga concesiones salariales. En este caso, este resultado puede indicar que los trabajadores sólo están dispuestos a realizar concesiones salariales si los acreedores con menor prioridad (deuda bancaria) también realizan concesiones. Sin embargo, no encontramos ninguna relación entre las medidas de reestructuración de la deuda bancaria y la venta de activos.

Con respecto a la relación entre las variables financieras y la probabilidad de adoptar medidas operativas en empresas con problemas de viabilidad financiera, sólo encontramos una relación positiva entre el coste de la deuda y la probabilidad de reducir plantilla. Este resultado es consistente con el argumento de Jensen (1989) de que las empresas más endeudadas (medido con una mayor *ratio* de gastos financieros sobre la deuda con coste) reaccionan más rápidamente ante problemas de viabilidad financiera. Es particularmente interesante la ausencia de relación estadísticamente significativa entre el endeudamiento bancario y la adopción de estas medidas. Este resultado indica que el nivel relativo de la deuda bancaria no tiene consecuencias en la reorganización empresarial de empresas con problemas de viabilidad financiera.

Por último, podemos encontrar alguna relación entre las variables reales y la probabilidad de adoptar medidas operativas. Una mayor proporción de trabajadores temporales y un menor coste salarial aumenta la probabili-

dad de reducir plantilla. Es decir, cuanto mayor sea el coste de reducir plantilla, menor es la probabilidad de que se lleve a cabo esta medida. Asimismo, el tamaño de la empresa reduce la probabilidad de reducir plantilla y de obtener concesiones salariales. La cantidad de activos disponibles para garantizar los créditos de las empresas disminuye las exigencias de los acreedores con respecto a la reorganización empresarial. Finalmente, cuanto mayor es el salario, mayor es la probabilidad de que la empresa tenga necesidad de forzar concesiones salariales.

Las variables que controlan por el sector al que pertenece la empresa y el año en el que se producen los problemas de viabilidad financiera son positivas y significativas en nuestras estimaciones. Además, nuestros resultados no cambian cuando: 1) introducimos variables sectoriales y temporales; 2) realizamos estimaciones separando las variables financieras; 3) sustituimos el logaritmo del activo total por el logaritmo del activo inmovilizado bruto, y 4) repetimos las estimaciones en diferencias con respecto a la mediana del sector y del año. Finalmente, en el cuadro número 7 se presenta un contraste de bondad del ajuste para cada regresión. Este contraste indica que no podemos rechazar la hipótesis nula de un buen ajuste del modelo.

VI. CONCLUSIONES

En este artículo, hemos investigado el papel jugado por los bancos en los procesos de reorganización de las empresas españolas en crisis. Concretamente, hemos analizado la relación existente entre las medidas operativas adoptadas por las empre-

sas en crisis y la participación de los bancos en la financiación y propiedad de éstas. Para ello, hemos contado con una muestra de 4.566 empresas manufactureras procedentes de la Central de Balances del Banco de España.

Las principales conclusiones de este análisis son:

1. Las empresas con problemas de viabilidad financiera en nuestra muestra son relativamente pequeñas (tanto en términos de activo como de volumen de ventas), intensivas en mano de obra, poseen plantillas poco flexibles y se caracterizan por unos costes laborales unitarios relativamente altos. Además, están menos endeudadas que las empresas que no sufrieron problemas de viabilidad financiera.

2. En respuesta a la crisis, un 21 por 100 de las empresas con problemas de viabilidad financiera en nuestra muestra redujo su plantilla sustancialmente (al menos un 10 por 100), un 11 por 100 vendió (por los menos el 10 por 100) de su activo inmovilizado bruto y un 47 por 100 disminuyó sus costes laborales.

3. El porcentaje de empresas con problemas de viabilidad financiera que reduce plantilla aumenta significativamente en la submuestra de empresas que simultáneamente venden activos, y disminuye, también significativamente, en la submuestra de empresas que obtuvieron concesiones salariales. Por tanto, la reducción de plantilla y la venta de activos parecen ser medidas complementarias, mientras que la reducción de plantilla y las concesiones salariales parecen ser sustitutivas.

4. La participación de los bancos en el accionariado de las empresas recogidas en nuestra muestra no tiene efecto alguno sobre la forma en que éstas re-

accionan ante problemas de viabilidad financiera. En efecto, el porcentaje de empresas en crisis que adoptan alguna de las tres medidas operativas analizadas en este estudio (reducción de plantilla, venta de activos y concesiones salariales) es ligeramente inferior en aquellas empresas participadas por bancos, pero este efecto no es estadísticamente significativo.

5. La probabilidad de que una empresa en crisis reduzca su plantilla es significativamente mayor cuando reestructura su deuda bancaria, tanto si esta reestructuración conlleva una reducción de las obligaciones de pago como si comporta, simplemente, una extensión del vencimiento. También existe una relación positiva y significativa entre la extensión del vencimiento de la deuda bancaria y la probabilidad de que la empresa se beneficie de concesiones salariales de importancia. Sin embargo, no parece existir ninguna relación entre las medidas de reestructuración de la deuda bancaria y la venta de activos.

6. Tampoco parece existir ninguna relación estadísticamente significativa entre la estructura de capital de las empresas en crisis y la forma en que éstas responden a ella.

NOTAS

(*) Agradecemos la colaboración del Banco de España por ceder los datos empleados en este trabajo, así como el apoyo financiero de la DGES a través de los proyectos PB96-0134 (Atilano Jorge Padilla) y PB97-0089 (Alejandro Requejo).

(1) Esta definición es similar a la que realizan ROSS, WESTERFIELD y JAFFE (1996).

(2) La mayoría de las empresas españolas que entran en suspensión de pagos se terminan liquidando. Esto induce a las empresas a reestructurar su deuda de forma privada, esto es, fuera del sistema concursal.

(3) RAJAN y ZINGALES (1995) describen las características de la estructura de capital de los países del G-7, y analizan si los facto-

res que explican el endeudamiento difieren entre esos países.

(4) OCAÑA, SALAS y VALLÉS (1994) describen las principales características de la estructura de capital de una muestra de empresas españolas, procedente de la Central de Balances del Banco de España, para el período 1983-1989.

(5) Esta prohibición no tiene efecto si la empresa se encuentra en un procedimiento de reestructuración financiera bajo tutela judicial (por ejemplo, bajo el procedimiento del capítulo 11 del *Bankruptcy Code* de 1978).

(6) LAPORTA, LÓPEZ DE SILANES y SHLEIFER (1999) analizan la estructura de propiedad en veintisiete economías desarrolladas. Sus resultados apuntan a una fuerte concentración en el accionariado de las empresas.

(7) JENSEN y MECKLING (1976) fueron los pioneros en analizar los costes de agencia de la deuda.

(8) La Ley de Sociedades Anónimas española exige un voto mayoritario entre los obligacionistas para modificar los términos y condiciones de este tipo de deuda.

(9) GERTNER y SCHARFSTEIN (1991) analizan el clásico problema del *free-rider* cuando existen múltiples acreedores que poseen el mismo tipo de deuda.

(10) BROWN, JAMES y MOORADIAN (1994) encuentran que cuanto más deuda bancaria preferente a corto plazo tenga la empresa, más probable es que se vendan activos y que se utilice el dinero obtenido para pagar a los bancos.

(11) Para un análisis del impacto de las participaciones bancarias sobre el coste del capital, véase el trabajo de ASQUITH, GERTNER y SCHARFSTEIN (1994).

(12) BERLIN, JOHN y SAUNDERS (1996) analizan este problema.

(13) JAMES (1995) encuentra, en una muestra de empresas norteamericanas, que los bancos sólo realizan concesiones si simultáneamente los obligacionistas (cuya deuda goza de menor preferencia) reestructuran su deuda.

(14) Véase «Resultados anuales de las empresas no financieras», Banco de España (Central de Balances), 1994, para una descripción de esta base de datos.

(15) Esta definición es similar a la utilizada por OFEK (1993) y ASQUITH, GERTNER y SCHARFSTEIN (1994).

(16) Una submuestra formada por 160 observaciones corresponde a empresas que sufrieron dos veces problemas de viabilidad financiera en el período muestral. Estas empresas estaban en la muestra durante al menos ocho años, para evitar la inclusión de empresas con un patrón de ingresos muy inestable.

(17) Esta forma de definir las reducciones de plantilla es consistente con OFEK (1993).

(18) Para tratar el problema de los valores extremos, todas las variables utilizadas

en este trabajo han sido censuradas a los percentiles del 1 por 100 y 99 por 100. Es decir, los valores por debajo del percentil del 1 por 100 se han igualado al percentil del 1 por 100, y los valores mayores que el percentil del 99 por 100 se han igualado al percentil del 99 por 100.

(19) Los resultados que se extraen a partir del cuadro n.º 2 son los mismos si calculamos, para las empresas con problemas de viabilidad financiera, las medias y medianas de las variables en diferencias con respecto a la mediana del mismo sector y año (calculada en la muestra total de 4.566 empresas).

BIBLIOGRAFÍA

- ASQUITH, P.; GERTNER, R., y SCHARFSTEIN, D. (1994), «Anatomy of financial distress: an examination of junk-bond issues», *Quarterly Journal of Economics*, 109, páginas 625-658.
- BERLIN, M.; JOHN, K., y SAUNDERS, A. (1996), «Bank equity stakes in borrowing firms and financial distress», *Review of Financial Studies*, 9, págs. 889-919.
- BROWN, D. T.; JAMES, C. M., y MOORADIAN, R. M. (1994), «Asset sales by financially distressed firms», *Journal of Corporate Finance*, 1, págs. 233-257.
- CRESPÍ, R., y GARCÍA-CESTONA, M. (2000), «Ownership and control of the Spanish listed firms», de próxima aparición en BARCA y BECHT (ed.), *Who controls corporate Europe?*, Oxford University Press.
- DE ANGELO, H., y DE ANGELO, L. (1991), «Union negotiation and corporate policy: a study of labor concessions in the domestic steel industry during the 1980's», *Journal of Financial Economics*, 30, págs. 3-43.
- DENIS, D. J., y KRUSE, T. A. (2000), «Managerial discipline and corporate restructuring following performance declines», *Journal of Financial Economics*, n.º 55, páginas 391-424.
- GERTNER, R., y SCHARFSTEIN, D. (1991), «A theory of workouts and the effects of reorganization law», *Journal of Finance*, 46, págs. 1189-1222.
- GUTIÉRREZ-URTIAGA, M. (2000), «Efectos del endeudamiento sobre los resultados de las empresas en sectores en crisis», *Investigaciones Económicas*, 24, páginas 75-116.
- JAMES, C. (1995), «When do banks take equity? An analysis of bank loan restructurings and the role of public debt», *Review of Financial Studies*, 8, páginas 1209-1234.
- JENSEN, M. (1989), «Active investors, LBO's and privatization of bankruptcy», *Journal of Applied Corporate Finance*, 2, páginas 35-44.
- JENSEN, M., y MECKLING, W. (1976), «The theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and capital structure», *Journal of Financial Economics*, 3, páginas 305-360.

JOHN, K.; LANG, L., y NETTER, J. (1992), «The voluntary restructuring of large firms in response to performance declines», *Journal of Finance*, 47, págs. 891-917.

LAPORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F., y SHLEIFER, A. (1999), «Corporate ownership around the world», *Journal of Finance*, 54, páginas 471-517.

OCAÑA, C.; SALAS, V., y VALLÉS, J. (1994), «Un análisis empírico de la financiación de la pequeña y mediana empresa manufacturera española: 1983-1989», *Moneda y Crédito*, 199, págs. 57-96.

OFEK, E. (1993), «Capital structure and firm response to poor performance», *Journal of Financial Economics*, 34, págs. 3-30.

PADILLA, A. J., y REQUEJO, A. (1999), «Conflicts of interest, employment decisions, and debt restructuring: evidence from Spanish firms in financial distress», CEMFI, *Documento de Trabajo* 9910.

— (2000), «Financial distress, bank debt restructurings and layoffs», *Spanish Economic Review*, de próxima aparición.

RAJAN, R., y ZINGALES, L. (1995), «What do we know about capital structure? Some

evidence from international data», *Journal of Finance*, 50, págs. 1421-1460.

REQUEJO, A. (1996), «Reducción de plantilla y problemas de viabilidad financiera: el papel de la estructura de capital», *Investigaciones Económicas*, 20, págs. 43-70.

ROSS, A.; WESTERFIELD, R., y JAFFE, J. (1996), *Corporate Finance*, Irwin, Boston.

ZOIDO, M. E. (1998), «Un estudio de las participaciones accionariales de los bancos en las empresas españolas», *Investigaciones Económicas*, 22, págs. 427-467.

Resumen

En este trabajo analizamos el papel de los bancos en la reorganización de empresas con problemas de viabilidad financiera. En particular, estudiamos la relación existente entre las medidas operativas adoptadas por dichas empresas y la participación de los bancos en la financiación y la propiedad de las mismas. Nuestros resultados indican que la adopción de algunas de estas medidas, como por ejemplo las reducciones de plantilla, depende fundamentalmente de si se reestructura o no la deuda bancaria de las empresas en crisis. Por el contrario, tanto el peso de la deuda bancaria en la financiación empresarial como la participación accionarial de los bancos en las empresas en crisis parecen no tener efecto sobre el proceso de reestructuración y reorganización empresarial.

Palabras clave: reorganización de empresas, participación bancaria en empresas, medidas operativas,

Abstract

In this paper we investigate the role of banks in the restructuring of Spanish manufacturing firms in financial distress. In particular, we examine the impact of bank debt and bank equity holdings on the operational actions undertaken by distressed firms, namely layoffs and asset sales. Our results show no statistically significant effect of either variable on the restructuring strategies followed by these firms. In contrast, we find that various operational actions, such as for example layoffs, are largely dependent on whether bank debt is restructured as part of the reorganization process.

Key words: restructuring of manufacturing firms, bank equity holdings, operational actions,

JEL classification: G32, G33 y J21.