

## Resumen

El objetivo de este artículo es analizar el comportamiento financiero de la empresa española durante el período 2000-2010, con especial atención a su elevado recurso al endeudamiento durante la fase expansiva del ciclo. Primero examinamos las teorías de la estructura de capital y sus predicciones empíricas, identificamos los determinantes de la decisión de financiación, presentamos la evidencia disponible y discutimos el impacto de las condiciones macroeconómicas en la dinámica del comportamiento financiero empresarial. Seguidamente nos servimos de estas consideraciones y de la información facilitada por la Central de Balances del Banco de España y Eurostat para analizar la relación del apalancamiento de la estructura de capital con las variables económicas y agregados monetarios que definen el ciclo económico, así como la evolución reciente de la estructura agregada de inversión y financiación de las empresas españolas no financieras.

*Palabras clave:* estructura de capital, endeudamiento empresarial, empresa española, condiciones macroeconómicas, ciclos económicos y financieros.

## Abstract

We analyze the financial evolution of the Spanish firms for the 2000-2010 period, paying special attention to the high corporate debt in the growing stages of the economic cycle. First, we review the theories of the capital structure and their empirical predictions, we identify the determinants of the firms' capital structure, we show the available evidence and we discuss the impact of the macroeconomic conditions on the corporate financial behavior. Then, we base on these ideas and on the information provided by the Central Balance Sheet Data Office of the Bank of Spain and Eurostat to analyze the relation between financial leverage and the economic variables and monetary aggregates that define the economic cycle, along with the recent evolution of the aggregate structure of investments and funds of the Spanish non-financial firms.

*Key words:* capital structure, corporate debt, spanish company, macroeconomic conditions, economic and financial cycles.

*JEL classification:* E32, G32.

# EL ENDEUDAMIENTO DE LA EMPRESA ESPAÑOLA: TEORÍAS Y REALIDADES (\*)

Valentín AZOFRA PALENZUELA  
Juan Antonio RODRÍGUEZ SANZ

Universidad de Valladolid

## I. INTRODUCCIÓN

La economía mundial no acaba de recuperarse de la crisis en que se halla inmersa desde hace más de tres años cuando la explosión de la burbuja de las hipotecas *subprime* puso de manifiesto el crecimiento excesivo del crédito y la insostenibilidad de los niveles de endeudamiento de familias y empresas a los que había llevado una política monetaria fuertemente expansiva.

Al calor de la política monetaria de bajos tipos de interés seguida por el Banco Central Europeo (1) y de las facilidades de crédito concedidas por el sector bancario, nuestra economía experimentó durante la pasada década una fase de expansión caracterizada por un elevado ritmo de aumento de la producción, apoyado en la acumulación de capital y un rápido crecimiento del empleo. El elevado volumen de inversión se vio acompañado de una excesiva dependencia financiera del exterior y de un creciente endeudamiento de empresas y familias que se apalarcaron para financiar tanto el consumo como el ciclo inversor más intenso de nuestra historia (Pérez, 2010). Pero inexorablemente llega el momento en que los tipos de interés comienzan a repuntar hasta pinchar la burbuja crediticia. Es entonces cuando los agentes económicos se percatan de su elevado endeudamiento y

de la necesidad de proceder a un drástico ajuste en aquellos sectores y negocios que, como dijo Warren Buffet, cuando bajó la marea se vio que estaban bañándose desnudos.

Tampoco esta vez había sido diferente, pues, durante el prolongado auge que precedió a la crisis, los activos del sistema financiero español se multiplicaron por tres y el crédito bancario creció a un ritmo dos veces superior al del crecimiento del Producto Interior Bruto. Como contrapartida, desde el comienzo del período expansivo del ciclo hasta finales de 2006, las empresas multiplicaron por cinco su recurso al endeudamiento (más de un billón de euros), situando este en el porcentaje sobre el Producto Interior Bruto más alto de la historia económica española (134 por 100). Paralelamente, el endeudamiento de las familias se elevó hasta el 130 por 100 de su renta disponible.

El declive económico en nuestro país comenzó a percibirse a finales de 2006, coincidiendo con los primeros síntomas de ralentización del mercado inmobiliario nacional tras casi una década de incesante crecimiento. A esta primera sintomatología se sumó a mediados de 2007 el estallido de la crisis *subprime* en Estados Unidos que, lejos de ser la causa, constituyó el primer efecto visible de la denominada crisis financiera internacional. La paralización

del mercado interbancario provocada por la crisis financiera trajo consigo una falta de liquidez sin precedentes que, a su vez, se tradujo en una fuerte restricción del crédito a familias y empresas. Todo ello hizo que la marea bajase abruptamente dejando al desnudo una severa recesión seguida de un prolongado estancamiento cuyos rasgos más característicos son: destrucción masiva de empleo, exceso de capacidad en los sectores productivo y financiero de la economía, sobrevaloración de activos, excesivo endeudamiento de las familias y de las empresas financieras y no financieras, y riesgo de quiebra de los Estados.

En suma, una crisis de deuda que abrió una importante vía de agua en la línea de flotación financiera del sector privado empresarial: el elevado apalancamiento de la estructura de capital de la empresa española provocado por un recurso excesivo a la financiación crediticia durante la fase expansiva del ciclo económico.

Introducida así la cuestión que constituye el objeto de este trabajo y que no es otra que analizar teórica y empíricamente los factores determinantes de la estructura de capital de las empresas, nos proponemos en lo que sigue caracterizar el patrón de comportamiento financiero seguido por la empresa española durante la última década, mostrar las insuficiencias de la teoría financiera para explicar su excesivo recurso al endeudamiento, constatar los aspectos dinámicos del apalancamiento, evidenciar el impacto de las condiciones económicas sobre la estructura de capital de las empresas y, en última instancia, la importancia de las variables monetarias y financieras a la hora de explicar la recesión económica

actual y el elevado apalancamiento financiero de las empresas.

Con este propósito, el artículo se estructura en torno a los apartados siguientes: en el apartado II se presenta una revisión de las contribuciones teórico-empíricas más relevantes realizadas en el ámbito de la economía financiera. En la medida en que estas teorías no nos proporcionan respuestas suficientemente satisfactorias —cuando no contradictorias— a la hora de explicar cómo las empresas adoptan sus decisiones de financiación, el apartado III examina los factores específicos e institucionales identificados en la literatura empírica como determinantes del endeudamiento empresarial. En el IV analizamos la dinámica de la estructura de capital con especial atención a las condiciones macroeconómicas y al ciclo económico. El V presenta la evidencia empírica más reciente para la empresa española. En el VI se intenta indagar en la realidad económico-financiera de nuestro sector empresarial. A tal fin se somete a observación detallada la evolución de la ratio de endeudamiento de la empresa española, teniendo presente, por un lado, las variables explicativas de su estructura inversora así como los desafíos enfrentados en forma de oportunidades de crecimiento; y, por otro, la incidencia de las condiciones macroeconómicas y las restricciones financieras en la determinación de su estructura de capital. Por último, el trabajo finaliza con la exposición de las conclusiones más relevantes.

## II. LAS TEORÍAS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL

La teoría financiera no ofrece explicaciones satisfactorias de las

decisiones de endeudamiento adoptadas por las empresas españolas durante la década pasada. Es verdad que la investigación teórica y empírica realizada durante los últimos veinticinco años ha mejorado de forma apreciable nuestros conocimientos sobre las pautas de financiación de las empresas observadas en el mundo real. Pero no es menos cierto que «lo que sabemos» sobre el endeudamiento empresarial no nos permite todavía ensamblar dentro de un esquema de análisis muchas de las variables explicativas del proceder de las empresas cuando se financian. Y es que «no hay una teoría de la estructura de capital que pueda explicar todos los patrones temporales y de corte transversal observados» (Huang y Ritter, 2009).

Fueron dos premios Nobel de Economía, Franco Modigliani y Merton Miller, quienes a mediados del siglo pasado comenzaron a forjar una teoría coherente de la estructura de capital, basada en las hipótesis de comportamiento racional de los inversores y de equilibrio parcial de mercado, con la que analizar tanto la financiación de las decisiones de inversión de las empresas como la asignación del ahorro por parte de las economías domésticas. Con anterioridad a la publicación de su más celebrado artículo (Modigliani y Miller, 1958), la idea predominante tanto en el mundo empresarial como en el académico era que existía una estructura óptima de capital: aquella que minimizase su coste de capital y, por ende, maximizara su valor de mercado. Pero esta generalizada creencia se diluyó como un azucarillo cuando ambos autores probaron que el valor de la empresa, el coste del capital y la rentabilidad requerida de los proyectos de in-

versión son independientes de su estructura de capital, estableciendo así una completa separación de las decisiones empresariales de inversión y financiación (2).

Con esta proposición, Modigliani y Miller establecieron las condiciones bajo las cuales las decisiones de endeudamiento de una empresa no afectan a su valor, pero también un marco teórico que permitiese tener en cuenta que en el mundo real existen impuestos que incentivan el recurso a la deuda, costes de quiebra que limitan los beneficios fiscales generados por el endeudamiento, así como problemas de información acerca de las oportunidades de inversión o la distribución de probabilidades de las variables no conocidas. El análisis de estos y otros posibles determinantes del endeudamiento empresarial a través de su efecto sobre el valor, constituye el objeto de la investigación teórica y empírica realizada desde hace más de cincuenta años.

### 1. La teoría del *trade-off*

En un primer momento, la investigación se centró en la búsqueda de un equilibrio o *trade-off* entre los costes y beneficios de la cifra de deuda que optimiza la estructura de capital (teoría estática del *trade-off*). La argumentación clásica (3) para determinar este *trade-off* contrapone la deducibilidad de los gastos financieros en el impuesto de sociedades al incremento de la probabilidad de insolvencia —y, por tanto, de los costes de quiebra— que conlleva un mayor endeudamiento. Posteriormente este argumento se vio reforzado con la consideración de que la deuda permite también disciplinar el comportamiento de los directivos reduciendo el *free cash-flow*

(Jensen, 1986), desincentivando las políticas subóptimas de inversión (Stulz, 1990) y restringiendo el consumo de gratificaciones.

Consecuentemente, como conjeturó Myers (1984), las empresas que adaptan su comportamiento financiero a las predicciones de esta teoría se marcan como objetivo (*target*) alcanzar una determinada ratio de endeudamiento al que gradualmente van ajustando su ratio actual. La ratio objetivo (*target ratio*) viene determinada por la cifra de deuda para la cual se compensan los costes y los beneficios asociados a esta fuente de financiación.

La hipótesis de que las empresas persiguen activamente una ratio objetivo de endeudamiento a lo largo del tiempo y al que período a período van ajustando su ratio actual, si bien solo de manera parcial a causa de las fricciones del mercado, se ha intentado verificar en múltiples investigaciones empíricas. Para soslayar el hecho de que la ratio objetivo no es observable se suele recurrir a una ecuación de forma reducida para estimar directamente el parámetro de ajuste parcial, al que se denomina velocidad del ajuste. De este modo, la teoría estática del *trade-off* se transforma en un modelo econométrico del *trade-off* de naturaleza dinámica.

Sin embargo, esta consideración de la dinámica de la estructura de capital no tiene en cuenta los costes de transacción asociados a la emisión de títulos (acciones y deuda) que impiden a las empresas ajustar su estructura de capital al nivel óptimo y hacen que, por mor de estos costes, las empresas se fijen como objetivo un intervalo óptimo de endeudamiento en lugar de una cifra óptima y solo efectúan ajustes cuando su endeudamiento reba-

sa los límites, máximo o mínimo, del intervalo establecido (Fischer *et al.*, 1989; Goldstein *et al.*, 2001).

A los modelos que exploran el comportamiento de ajuste seguido por las empresas en un contexto multiperíodo y formulan la política óptima no en términos de una ratio-objetivo de endeudamiento sino del *leverage* inicial y de las posibilidades de recapitalización, se les conoce como modelos dinámicos del *trade-off* y son los modelos que han marcado el tránsito desde una concepción estática del problema a otra mucho más dinámica: la teoría dinámica del *trade-off* (4).

Los modelos dinámicos del *trade-off* que más atención han recibido en la literatura empírica son los modelos de ajuste con costes y los modelos de inversión endógena. En estos últimos, las decisiones de financiación dependen no solo de los beneficios fiscales y costes de insolvencia sino también de sus efectos sobre las decisiones futuras de inversión y financiación.

### 2. La teoría del *pecking-order*

La teoría del *pecking-order* se fundamenta en la idea de que las empresas modifican sus ratios de endeudamiento cuando se produce un desequilibrio entre el *cash-flow* interno y las oportunidades reales de inversión. Cambios que, como Shyam-Sunder y Myers (1999) precisaron, obedecen a la necesidad de obtener nuevos fondos y no a la consecución de una estructura óptima de capital.

Pero los problemas de información asociados a la emisión de activos financieros, sea por razo-

nes de información asimétrica (Myers y Majluf, 1984; Myers, 1984) o por razones de optimismo de los directivos (Heaton, 2002), se traducen en costes de selección adversa. La elevada cuantía de estos costes hace que las empresas, especialmente aquellas que por su madurez disponen de menos oportunidades de crecimiento, prefieran seguir una política financiera flexible y que para minimizar dichos costes establezcan un orden de preferencias —*pecking order*— basado en el coste de las distintas fuentes de financiación, y recurran primero a los fondos generados internamente, luego a la deuda y, solo en última instancia, a la emisión de acciones.

En este planteamiento de la cuestión subyace la creencia de que las empresas con activos en funcionamiento (*assets-in-place*) y oportunidades de crecimiento (*growth opportunities*) necesitan fondos propios adicionales. Se asume, además, que una empresa está infravalorada cuando sus directivos poseen información valiosa sobre las oportunidades de inversión disponibles, pero no pueden transmitirla al mercado. Los inversores son conscientes de este problema de información asimétrica, por lo que cuando se anuncia una ampliación de capital descuentan tanto los títulos en circulación como los de nueva emisión. Consiguientemente, los directivos de la empresa evitan emitir títulos infravalorados y prefieren financiar sus proyectos de inversión con beneficios retenidos y deuda poco arriesgada.

La teoría del *pecking-order* predice que las empresas más rentables se endeudan menos pues disponen de más financiación interna, mientras que las menos rentables necesitan más financiación externa y, por ello,

recurren en mayor medida al endeudamiento.

Aunque la teoría del *pecking order* comparte con la teoría del *trade-off* la creencia de que las empresas tratan de equilibrar los costes y beneficios de las decisiones que adoptan, las fricciones del mercado que una y otra consideran como más relevantes no son las mismas. Así, mientras que para la teoría del *trade-off* los costes y beneficios asociados a las distintas fuentes de financiación son los más importantes, para la teoría del *pecking-order* los costes más importantes son los costes de transacción asociados a la emisión de títulos.

### 3. La teoría del *market-timing*

Más recientemente Baker y Wurgler (2002) han enriquecido el debate académico con el argumento de la elección del momento oportuno de mercado (*market-timing*), que, referido al mercado de fondos propios, se concreta en la práctica de emitir acciones cuando su precio es elevado y recomprarlas cuando su precio baja, con la intención de explotar las fluctuaciones temporales del coste del capital propio respecto al coste de la deuda.

La teoría del *market-timing* de la estructura de capital parte de la premisa de que los directores financieros eligen el momento oportuno (5) para emitir nuevas acciones y reducir el coste de los fondos propios, beneficiando así a los accionistas actuales a expensas de los nuevos. De este modo, la posibilidad de elegir el momento oportuno de mercado determina la decisión de emitir fondos propios y, por ende, la estructura de capital de la empresa.

Además, como Baker y Wurgler (2002) precisaron, la teoría del *market-timing* sugiere que la elección del momento oportuno para emitir capital propio tiene efectos duraderos en el tiempo. De hecho, cuando las empresas recurren a la financiación externa prefieren ampliar capital solo si sus acciones cotizan al alza con relación al pasado o a su valor contable; en cualquier otro caso, prefieren emitir deuda. Desde este punto de vista, la teoría predice que las empresas menos endeudadas serán aquellas que captan fondos cuando su ratio *market-to-book* es elevado mientras que las más endeudadas serán las que recurren al mercado cuando su ratio *market-to-book* es bajo.

En realidad, las teorías del *pecking-order* y del *market-timing* son dos formas de entender cómo reaccionan los directores financieros frente a determinadas condiciones del entorno más que una propuesta referida a equilibrar (*trade-off*) los costes y beneficios de una determinada estructura de capital.

### III. DETERMINANTES DEL ENDEUDAMIENTO EMPRESARIAL Y EVIDENCIA EMPÍRICA

Desde los análisis iniciales de Taggart (1977), Marsh (1982) y Titman y Wessels (1988) hasta las aportaciones más recientes de Hovakimian *et al.* (2001), Baker y Wurgler (2002), Fama y French (2002), Korajczyk y Levy (2003), Flannery y Rangan (2006), Kayhan y Titman (2007), Lemmon *et al.* (2008), Huang y Ritter (2009), Chang y Dasgupta (2009) y Denis y McKeon (2012), la investigación empírica ha centrado su atención en la estimación de los determinantes (6) corte-transversales del

apalancamiento financiero de las empresas y en la comparación de la evidencia obtenida con las predicciones empíricas de las teorías alternativas de la estructura de capital.

La evidencia empírica obtenida juega a favor de las teorías del *trade-off* y del *pecking-order* a la hora de explicar algunas de las pautas que las empresas parecen seguir en sus decisiones de estructura de capital, como pone de relieve la asociación entre las ratios de endeudamiento y determinadas características de las empresas y el uso agregado de distintas fuentes de financiación. En cambio, juega en contra de ambas teorías a la hora de explicar la heterogeneidad observada en las estructuras de capital, en las variaciones del apalancamiento o en las decisiones de emisión de títulos. En realidad, tal y como señala Myers (2001), «hay teorías condicionales que son de utilidad, según las cuales cada factor puede ser dominante para algunas firmas o en algunas circunstancias y, aun así, carecer de importancia en otro contexto».

Para Graham y Leary (2011), la evidencia obtenida mediante la estimación para grandes muestras de empresas de las teorías del *trade-off* (7) y del *pecking-order* apenas ha contribuido a aumentar nuestro conocimiento sobre la cuestión. Entienden que, en la medida que tomar una decisión exige sopesar sus costes y beneficios, difícilmente puede rechazarse una interpretación suficientemente amplia de la teoría del *trade-off*. En su opinión, la cuestión realmente importante es descubrir qué fuerzas económicas condicionan en mayor grado las decisiones de la estructura de capital.

Muchos y muy distintos han sido los argumentos barajados en

la literatura para justificar la escasa capacidad predictiva y el insuficiente contenido empírico de las teorías de la estructura de capital. Graham y Leary (2011) los resumen como sigue: 1) muchas de las variables dependientes y explicativas se han medido incorrectamente; 2) el impacto del apalancamiento sobre los *stakeholders* no financieros es importante; 3) el lado de la oferta de capitales afecta a las estructuras de capital de las empresas; 4) debieran considerarse algunas características distintivas de los contratos financieros y añadirse nuevas dimensiones al estudio de la cuestión; 5) los efectos sobre el valor de las variaciones de la estructura de capital son modestos para amplios intervalos de apalancamiento; 6) las estimaciones de las velocidades de ajuste del apalancamiento están sesgadas, y 7) las implicaciones de la dinámica de la estructura de capital no se han considerado ni adecuada ni suficientemente.

De estas siete líneas argumentales, las cinco primeras afectan principalmente, aunque no exclusivamente, a la variación de corte-transversal de la estructura de capital, mientras que las dos últimas atañen a la variación dentro de las empresas.

### 1. Las características específicas de la empresa

El análisis tradicional de los determinantes de la estructura de capital se basa en la idea de que las diferencias observadas en el comportamiento financiero de las empresas pueden explicarse por la naturaleza de la correlación entre los factores específicos de la empresa y su ratio de endeudamiento.

Entre las incontables investigaciones que evidencian la im-

portancia de las características específicas de las empresas a la hora de explicar las regularidades empíricas observadas en su comportamiento financiero, es obligado citar como trabajos de referencia los de Bradley *et al.* (1984), Titman y Wessels (1988), Rajan y Zingales (1995) y Fama y French (2002), así como los panoramas de Harris y Raviv (1991), Graham y Harvey (2001) y Frank y Goyal (2009).

El trabajo de Harris y Raviv (1991) ofrece una exhaustiva revisión de los estudios empíricos encaminados a identificar los determinantes de la estructura de capital relacionados con las características de la empresa y del sector. De resultados de su investigación, los autores identifican como más significativos: el tamaño de la empresa, las oportunidades de crecimiento, la rentabilidad, las deducciones fiscales (*taxshields*) no generadas por la deuda, la probabilidad de quiebra y la tangibilidad del activo (8). Por su parte, Graham y Harvey (2001) revelan en su trabajo de campo que prácticamente el 80 por 100 de los directores financieros encuestados admite que se fijan un valor o un intervalo de valores como objetivo (*target ratio*) al que tratan de ajustar la ratio de endeudamiento de sus empresas.

La reciente investigación empírica de Frank y Goyal (2009) analiza las variaciones experimentadas por las ratios de endeudamiento de una amplia muestra de empresas e identifica un conjunto de siete factores que explica un porcentaje superior al 32 por 100 de los cambios registrados. El resto de los factores considerados por estos autores, un total de 29 factores, tan solo añade un 4 por 100 adicional al porcentaje anterior.

Los siete factores con mayor poder explicativo pueden expresarse en los términos siguientes:

— Las empresas de sectores cuya empresa media presenta una elevada ratio de endeudamiento tienden a tener elevadas ratios de endeudamiento.

— Las empresas con elevadas ratios *market-to-book* tienden a tener menores ratios de endeudamiento.

— Las empresas que ofrecen más garantías colaterales tienden a tener mayores ratios de endeudamiento.

— Las empresas que obtienen mayores beneficios tienden a tener menores ratios de endeudamiento.

— Las empresas que reparten mayores dividendos tienden a tener una menor ratio de endeudamiento que las que no reparten.

— Las empresas de mayor tamaño tienden a tener ratios de endeudamiento más elevadas.

— Cuando la inflación esperada es alta, las empresas tienden a tener mayores ratios de endeudamiento.

El signo y el significado estadístico de estos determinantes se mostraron consistentes en los diferentes análisis de datos realizados. Seis de ellos tienen el signo que predice la teoría estática del *trade-off*.

El signo de los beneficios es inconsistente con la teoría estática del *trade-off*, pero consistente con algunos de los modelos dinámicos del *trade-off* como el de Fisher *et al.* (1989), en el que las empresas permiten que sus ratios

de endeudamiento fluctúen a lo largo del tiempo, y solo si se desvían en exceso proceden a su ajuste.

## 2. Los factores institucionales

El análisis comparado de la estructura de capital de muestras de empresas pertenecientes a distintos países (Rajan y Zingales, 1995; Demirgüç-Kunt y Maksimovic, 1999; Booth *et al.*, 2001; Hanousek y Shamsur, 2011) trajo consigo la consideración de variables relacionadas con el marco legal e institucional de cada país en la explicación del grado de endeudamiento de las empresas. Esta línea de investigación hace suyo el argumento de que los costes y los beneficios que las empresas tienen en cuenta en sus decisiones de estructura de capital vienen determinados no solo por sus características específicas sino también por las características del país. Se considera que los países difieren en la calidad de sus instituciones y se admite que potencialmente tales diferencias pudieran afectar al *trade-off* que las empresas tratan de alcanzar entre beneficios fiscales y costes de quiebra, costes de agencia y costes de información asimétrica.

Profundizando en el análisis conjunto de las características específicas de las empresas y de los factores institucionales, el trabajo de Gungoraydinoglua y Öztekin (2011) valora la importancia de las características del país de establecimiento y compara su importancia con la de las variables específicas de la empresa a la hora de explicar las variaciones de los ratios de endeudamiento entre países. Los resultados del trabajo revelan que las variables representativas (*proxy*) de la cali-

dad de las instituciones de cada país son relevantes y también que su importancia relativa es sensiblemente menor (34 por 100) que la que tienen las variables específicas de cada empresa (66 por 100).

Gungoraydinoglua y Öztekin muestran también que las variables representativas de los factores específicos de cada empresa o de su sector industrial con mayor impacto sobre la composición de la estructura de capital son: la ratio de endeudamiento del sector, la liquidez, la rentabilidad, la tangibilidad y el tamaño, los cuales explicaban algo más de un 63 por 100 de la variación total del apalancamiento. Por su parte, mucho menor impacto parecen tener las variables relacionadas con la amortización, los impuestos, los gastos de I+D y las oportunidades de crecimiento que, en su conjunto, tan solo explicaban un 3 por 100 adicional de la variación de los ratios de endeudamiento.

Los determinantes específicos de cada país que mayor influencia parecen tener sobre las decisiones de estructura de capital son los costes de los procesos de quiebra, el grado de protección efectiva de los derechos de los acreedores, las exigencias de transparencia empresarial, la concentración de la propiedad y el cumplimiento real de los contratos. El impacto directo del conjunto de las características institucionales sobre los ratios de endeudamiento de las empresas se estima en un 22 por 100 y su impacto indirecto a través del efecto reductor o amplificador que ejercen sobre los factores macroeconómicos, específicos de cada sector industrial y específicos de cada empresa, explica el 12 por 100 de la variación total del apalancamiento financiero.

#### IV. LA DINÁMICA DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL

Los aspectos dinámicos del apalancamiento financiero no han sido suficientemente considerados en la literatura (9). Desde fechas recientes, sin embargo, los investigadores han comenzado a interesarse por esta dimensión de la estructura de capital que, entre otros, ha sido estudiada por Shyam-Sunder y Myers (1999), Welch (2004), Hovakimian *et al.* (2001), Korajczyk y Levy (2003) y Frank y Goyal (2004).

En un reciente trabajo, Halling, Yu y Zechner (2011) se preguntan si la dinámica de la estructura de capital viene determinada por las características cambiantes de la empresa, por las condiciones cambiantes del mercado o por acontecimientos aleatorios. Para responder a esta pregunta estudian la dinámica seguida a lo largo del ciclo económico por las ratios de endeudamiento de una amplia muestra de empresas pertenecientes a 19 países diferentes. Tras constatar que durante las recesiones los *cash-flows* de las empresas disminuyen, los fondos propios de los intermediarios financieros se reducen y cambia la estructura temporal de los tipos de interés, estos autores analizan la influencia de los cambios en el ciclo de negocios sobre las ratios de endeudamiento objetivo de las empresas y la velocidad de ajuste a las mismas. Sus principales hallazgos pueden resumirse como sigue:

1) Las ratios objetivo de endeudamiento a valores de mercado generalmente son contracíclicas. Esta evidencia es consistente con los modelos dinámicos del *trade-off* y con la teoría del *market-timing* pero contradice la

versión estática de la teoría del *trade-off* que predice ratios objetivos constantes.

2) Proporcionan evidencia empírica de que las empresas ajustan al alza (a la baja) sus niveles de endeudamiento a valor contable durante las expansiones (recesiones). Esta prociclicidad de los valores contables se compadece con los modelos del *trade-off* pero entra en clara contradicción con la teoría del *market-timing*, pues según esta durante la fase de expansión las empresas debieran emitir únicamente acciones y recomprar deuda.

3) Encuentran efectos altamente significativos del ciclo de negocios sobre la dinámica del comportamiento financiero de las empresas. Descubren que la dinámica del endeudamiento varía entre países debido a su origen legal y al desarrollo de sus mercados de capitales. Y detectan que las fluctuaciones del ciclo de negocios condicionan fuertemente la velocidad de ajuste al ratio objetivo de endeudamiento que, por lo general, es significativamente menor durante las recesiones que durante las expansiones.

#### 1. Endeudamiento y condiciones macroeconómicas

Aunque la teoría financiera ha prestado poca atención a los efectos de las condiciones macroeconómicas sobre las decisiones de endeudamiento de las empresas, la evidencia empírica revela que las estructuras de capital varían en el tiempo y que ello es debido a que las condiciones macroeconómicas son un importante factor explicativo de las diferencias observadas en las ratios

de endeudamiento de las empresas pertenecientes a distintos países.

Al objeto de analizar el efecto de las condiciones macroeconómicas en la determinación de la estructura de capital, trabajos recientes como el de Hackbarth *et al.* (2006) o el de Bhamra *et al.* (2010), entre otros, han comenzado a desarrollar modelos de ajuste que tienen en cuenta la existencia de una relación dinámica entre el apalancamiento (*leverage*) y las condiciones macroeconómicas. Por el lado empírico de la cuestión, distintos estudios evidencian que las condiciones macroeconómicas determinan el momento oportuno para la emisión de deuda y que, al menos para las empresas no sujetas a restricciones financieras, la estructura de capital es contracíclica (Korajczyk y Levy, 2003; Hackbarth *et al.*, 2006; Levy y Hennessy, 2007).

El análisis de las condiciones macroeconómicas como determinante de la estructura de capital, junto a los tradicionalmente considerados, constituye una respuesta lógica a la necesidad de explicar las variaciones observadas a lo largo del tiempo y entre las empresas. A estos efectos, la intuición económica sugiere que, aun siendo de carácter específico a la empresa, muchos de los determinantes tradicionalmente considerados —como las oportunidades de crecimiento o la rentabilidad de la empresa— varían en el tiempo con las condiciones macroeconómicas y que, por consiguiente, cambios en estas últimas debieran inducir también cambios en el apalancamiento empresarial. Más aún, si las empresas determinan su ratio óptima de endeudamiento balanceando los beneficios fiscales y los costes de quiebra derivados

de la deuda, como la teoría del *trade-off* postula, no puede ignorarse que los beneficios fiscales dependen de la cuantía de los *cash-flows* que, a su vez, dependerá de que la economía se encuentre en fase de expansión o de contracción. Además, los costes de quiebra dependen de la probabilidad de insolvencia y de las pérdidas que de esta se derivan, las cuales dependen también del estado de la economía. No parece, pues, aventurado conjeturar que la fase expansiva del ciclo debiera ser un determinante importante de la probabilidad de quiebra y, por tanto, de las decisiones de financiación de las empresas.

El efecto positivo sobre el apalancamiento de variables relacionadas con el nivel de actividad agregada se debe, en gran medida, a la elevada correlación que esas variables mantienen con las necesidades de financiación, que, a su vez, vienen determinadas por las mayores oportunidades de inversión que a las empresas se les ofrecen durante las fases de crecimiento económico. En particular, los datos agregados revelan que la reacción de las empresas ante las fluctuaciones cíclicas viene determinada por el grado de restricción financiera al que estén sujetas, de manera que las menos restrictas emiten deuda contracíclicamente y capital propio procíclicamente, y también que las decisiones de financiación de las empresas más restrictas no se ven tan afectadas por el ciclo económico.

Tales observaciones sugieren que tanto las condiciones macroeconómicas como los factores específicos de la empresa determinan los cambios en las decisiones de financiación y asimismo que los cambios realizados difieren de unas empresas a otras en función

de su facilidad de acceso al mercado de capitales (10). Y, en otro orden de ideas, sugieren también que en ausencia de mercados eficientes de capitales una forma de profundizar en el conocimiento de la actividad económica real, es profundizar en el conocimiento de las políticas financieras.

## 2. Endeudamiento y ciclo económico

La creencia no siempre compartida por la corriente teórica dominante de que el comportamiento financiero de las empresas contribuye a un mejor entendimiento de la actividad económica real, ha despertado un creciente interés entre los macroeconomistas por los determinantes de las emisiones de títulos realizadas por las empresas a lo largo del ciclo económico. Los estudios macroeconómicos orientados en esta dirección, muestran que la oferta de fondos prestables experimenta cambios en las recesiones asociadas a contracciones monetarias y que, en estos períodos, como Gertler y Gilchrist (1993 y 1994) constataron, las grandes empresas aumentan su endeudamiento mientras que el de las pequeñas permanece estable.

En una línea similar de investigación, un buen número de investigadores ha comenzado a plantearse la necesidad de conocer mejor la influencia de los factores financieros en el desarrollo del moderno ciclo de negocios y a revisar la evidencia disponible sobre las causas y consecuencias de las crisis financieras. Muchos de los estudios hasta ahora realizados (11) detectan una fuerte interacción de los factores reales y financieros en el desarrollo del ciclo de negocios, profundizan en el conocimiento de la fragilidad financiera que caracte-

riza a muchas de las economías desarrolladas y, en última instancia, tratan de explicar cómo afecta el apalancamiento financiero al comportamiento de variables macroeconómicas clave como la inversión, el crédito, los tipos de interés y la inflación. Los hechos estilizados respaldan la idea de que los factores financieros representan un importante papel en el moderno ciclo de negocios.

Recientemente, Jordà *et al.* (2011) se han sumado también a esta pujante línea de investigación, analizando casi doscientas recesiones económicas registradas entre 1870 y 2008 en catorce países desarrollados, con el propósito de examinar el papel del endeudamiento en el ciclo de negocios y discernir si el crédito bancario privado contribuye a la inestabilidad económica. El trabajo empírico realizado revela la existencia de una estrecha relación entre el apalancamiento financiero —medido por la tasa de crecimiento del crédito bancario con respecto al PIB durante la fase de expansión— y la severidad de la recesión subsiguiente. Y revela también que los efectos del exceso de endeudamiento son mayores en las recesiones que coinciden con crisis financieras, así como en las economías con mayores sectores financieros. Constatan, pues, que el crédito y la deuda (12) desempeñan un importante papel en el desarrollo del ciclo de negocios, determinando la probabilidad de una crisis financiera y la mayor o menor gravedad de las recesiones, que serán más intensas cuando coincidan con crisis financieras o afecten a países con un mayor desarrollo financiero. Esta evidencia empírica lleva a estos autores a identificar un «nuevo» hecho estilizado del moderno ciclo de negocios: «A las fases de expansión más intensivas en crédito



suelen seguir recesiones más profundas y recuperaciones más lentas».

El hallazgo de este nuevo hecho estilizado plantea una importante cuestión macroeconómica cual es, como señalan Jordà, Schularick y Taylor, si el crédito representa realmente un papel relevante en el desarrollo de la evolución económica o si es simplemente un epifenómeno. Para los economistas clásicos, las expansiones y contracciones de crédito o de dinero se encontraban siempre en el origen de las fluctuaciones económicas. Poco a poco, sin embargo, esta consideración fue perdiendo vigencia en el pensamiento económico ya que, como señala Caprio (2009), a medida que los economistas comenzaron a formalizar matemáticamente sus modelos y a simplificar los supuestos de partida, dejaron de considerar relevante la existencia del dinero y, por ende, de los mercados financieros.

La creencia de que la cantidad de dinero no afecta a la actividad económica, ha sido parte nuclear de la corriente teórica dominante durante las tres últimas décadas y, por lo tanto, de los modelos que constituyen su más reciente y sofisticada expresión: los modelos DSGE (13) (*dynamic stochastic general equilibrium*). La racionalidad subyacente a la omisión de los mercados financieros combina las hipótesis de expectativas racionales y mercados eficientes con la teoría del ciclo real de negocios y la concepción empírica de que las fluctuaciones tienen su origen en *shocks* exógenos. De aquí que en este marco teórico los mercados financieros, al igual que el dinero, sean neutrales para la actividad económica real y que tampoco la creación de crédito bancario (14) juegue

papel alguno en las fluctuaciones o ciclos económicos.

El estallido de la reciente crisis financiera ha puesto de relieve las insuficiencias de este esquema de análisis y la necesidad de revisar los actuales modelos macroeconómicos. Entre los trabajos que están abordando la cuestión, el presentado recientemente por Borio (2011) merece una especial atención, pues luego de valorar el esquema de análisis del paradigma dominante como un conjunto razonable de abstracciones y aproximaciones que durante el período de la Gran Moderación parecía estar respaldado por los hechos, admite que los modelos macroeconómicos, incluso aquellos que incluyen al sistema bancario, son modelos reales «disfrazados» de monetarios y reconoce la necesidad de volver a los orígenes y redescubrir la naturaleza monetaria de nuestras economías. En su agenda de investigación reafirma la necesidad de profundizar en el análisis de muchas de las cuestiones más controvertidas: entre otras, las interacciones de la economía real y el sistema financiero, el carácter procíclico del sistema financiero, el papel de la política monetaria en la macroeconomía y la creación de dinero a través de la concesión de créditos.

Con respecto a esta última cuestión caben pocas dudas acerca de que la política monetaria de bajos tipos de interés seguida por los bancos centrales, generó un exceso de liquidez que alentó a bancos, empresas y familias a sobreendeudarse y, como se ha señalado (Fernández, 2010), ignorándose que, a lo largo de la historia, todas las crisis financieras vinieron precedidas de crecimientos desorbitados del crédito. Una regularidad histórica que Schularick y Taylor (2012) han

vuelto a evidenciar tras analizar los antecedentes de las casi doscientas recesiones económicas registradas entre 1870 y 2008 en catorce países desarrollados. En su estudio, Schularick y Taylor comparan el volumen total de activos bancarios y la cifra de préstamos bancarios en circulación con algunos de los agregados monetarios habituales (M2 o M3) y constatan que los cambios en la oferta de crédito (préstamos bancarios) son el mejor *predictor* de las crisis financieras, especialmente cuando estos cambios se producen de manera acelerada.

## V. EVIDENCIA EMPÍRICA PARA EL CASO DE LA EMPRESA ESPAÑOLA

La investigación empírica encaminada a explicar la estructura de capital de la empresa española tampoco arroja resultados concluyentes. Desde los primeros estudios de los años ochenta y noventa (Bergés y Maravall, 1985; Azofra, 1986; Mato, 1990; Azofra y Miguel, 1990; Menéndez y González, 1996) hasta los más recientes (Miguel y Pindado, 2001; Benito, 2003; Casasola, 2003; Vendrell, 2007; González y González, 2008; Salas y Rosell, 2010; CNMV, 2010; Rubio y Sogorb, 2011), la investigación realizada ha encaminado sus pasos a contrastar las predicciones empíricas de las teorías, identificar los determinantes del endeudamiento y detectar regularidades en el comportamiento financiero de la empresa española.

Grosso modo, la evidencia empírica obtenida coincide con la encontrada para muestras de empresas de otros países. La asociación detectada entre el apalancamiento financiero y determinadas características de las

empresas son acordes con algunas de las predicciones empíricas tanto de la teoría del *trade-off* como de la teoría del *pecking-order*. Las insuficiencias de ambas teorías se ponen de manifiesto, sin embargo, a la hora de explicar la heterogeneidad observada en las estructuras de capital de las empresas españolas y en las variaciones de sus ratios de endeudamiento.

La mayor parte de los estudios empíricos arriba referidos, identifican como determinantes principales de la estructura de capital, a un conjunto de variables representativas de las características de la empresa y del sector como son la ratio de endeudamiento media del sector, el tamaño, la tangibilidad del activo, las oportunidades de inversión, los beneficios, las garantías colaterales y las deducciones fiscales no generadas por la deuda. A estos factores específicos, los escasos trabajos preocupados por la influencia del marco legal e institucional añaden como determinantes del apalancamiento financiero de nuestras empresas ciertos factores institucionales como son la concentración de la propiedad, el grado de concentración bancaria y la protección de los derechos de los acreedores.

El estudio empírico de Miguel y Pindado (2001) analiza las características específicas de la empresa que determinan su estructura de capital mediante la estimación de un modelo dinámico de ajuste parcial. Los resultados obtenidos sugieren que el nivel de endeudamiento de las empresas españolas no financieras se relaciona positivamente con la actividad inversora y negativamente con los costes de quiebra y el ahorro fiscal no generado por la deuda. La influencia de los factores institucionales se eviden-

cia a través de dos de las relaciones encontradas: en primer lugar, una mayor sensibilidad de la deuda a las fluctuaciones en el *cash flow* cuando la ratio de deuda pública (en contraposición a privada) es mayor; y, en segundo término, la importancia de la concentración de la propiedad como factor que contribuye a mitigar los problemas de *free cash flow* y hace menos necesario el recurso a la deuda. Encuentran también que el signo de la relación entre la deuda y el *cash flow* viene determinado por los problemas de sobreinversión y subinversión que la información asimétrica origina. Los autores interpretan el carácter cambiante de esta relación como evidencia favorable a la teoría del *pecking-order*. Por último, la evidencia encontrada por Miguel y Pindado muestra que la velocidad de ajuste de la estructura de capital de las empresas españolas es considerablemente mayor que la de las empresas norteamericanas, circunstancia que atribuyen a los menores costes de transacción de nuestras empresas.

Otro estudio empírico orientado a analizar la dinámica de la estructura de capital de la empresa española, es el ofrecido en el informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores del año 2010 que, entre sus contenidos, incluye un análisis cuantitativo del apalancamiento financiero del sector empresarial español y de sus factores determinantes. Tras señalar que los cambios observados desde 1990 en la estructura de capital de la empresa española han tenido lugar en un entorno caracterizado por un excesivo crecimiento del crédito bancario y fuertes descensos en los tipos reales de interés (15), los autores del informe analizan el impacto que han tenido varios factores tanto macroeconómicos

como sectoriales, en la evolución de la ratio de apalancamiento medio de las empresas no financieras españolas cotizadas a lo largo de las dos últimas décadas.

Mediante la estimación de un modelo de ajuste parcial —en el cual el nivel de apalancamiento empresarial se expresa como una combinación, por una parte, de observaciones pasadas de esta variable y, por otra, de una variable latente, no observable, que aproxima la estructura de capital óptima—, los autores del estudio encuentran que los determinantes más importantes de la ratio de apalancamiento óptimo son los cuatro siguientes: la proporción de activos tangibles, el tamaño de la empresa, el volumen de actividad agregada y los beneficios empresariales. Los tres primeros tienen un efecto positivo sobre la ratio de apalancamiento, mientras que el último factor ejerce un efecto negativo.

La evidencia encontrada permite bosquejar cuatro hechos estilizados: 1) un mayor volumen relativo de activos tangibles, expresado en este caso como la proporción de activos fijos sobre el total de activos, proporciona a la empresa mayores garantías con las que respaldar sus deudas, lo que normalmente tiende a reducir el coste de sus pasivos y a aliviar la presión de las posibles restricciones cuantitativas sobre el endeudamiento; 2) por razones similares, relativas a la capacidad de la empresa deudora de ofrecer colaterales liquidables en caso de impago, el tamaño empresarial también influye positivamente en el nivel relativo de endeudamiento; 3) el efecto positivo sobre el apalancamiento de variables relacionadas con el nivel de actividad agregada se debe en gran medida a la elevada correlación que presentan estas varia-

bles con las necesidades de financiación, determinadas a su vez por las mayores oportunidades de inversión durante las fases de crecimiento económico (16), y 4) las diversas medidas indicativas del volumen de beneficios influyen negativamente en la tasa de apalancamiento, puesto que un mayor flujo de beneficios, *ceteris paribus*, amplía las posibilidades de financiación interna.

Los resultados de la estimación ponen también de relieve el marcado carácter procíclico de la velocidad de ajuste del endeudamiento empresarial. Como subrayan los autores del informe (CNMV, 2010), evidencian la elevada velocidad con la que las empresas españolas —sobre todo las del sector inmobiliario— pudieron aumentar su nivel de endeudamiento durante el anterior ciclo expansivo de la economía española mientras que en las fases de recesión, cuando la ratio óptima de apalancamiento se reduce, las empresas solo pueden aminorar su endeudamiento de manera mucho más lenta.

Este resultado entra en contradicción, sin embargo, con la evidencia empírica recientemente presentada por Rubio y Sogorb (2011). En su trabajo analizan también cómo afectan las condiciones macroeconómicas a la velocidad con la que las empresas españolas no financieras ajustan gradualmente su estructura de capital al ratio objetivo de endeudamiento. A tal fin estiman un modelo dinámico de ajuste para una muestra de empresas a lo largo del período 1995-2007. Los resultados obtenidos sugieren que las empresas españolas ajustan lentamente sus ratios de endeudamiento, reduciendo cada año tan solo un quinto de la diferencia existente entre el endeudamiento actual y el fijado como

objetivo. Esta velocidad de ajuste (17,5 por 100) difiere notablemente de la estimada en anteriores estudios: 80 por 100 (Miguel y Pindado, 2001) y 54 por 100 (González y González, 2008).

Tras reconocer que estos resultados son sensibles a la técnica de estimación utilizada, Rubio y Sogorb analizan el impacto de las condiciones macroeconómicas sobre la velocidad de ajuste distinguiendo entre estados buenos y estados malos de la economía, encontrando que las empresas españolas se mueven con mayor rapidez hacia sus ratios de endeudamiento objetivo en las fases contractivas que en las expansivas. El resultado es contrario a la evidencia empírica internacional existente, aunque dadas las escasas fluctuaciones macroeconómicas que caracterizaron a la economía española durante el período analizado, los autores entienden que el comportamiento contracíclico de la velocidad de ajuste vendría explicado más por la distancia existente entre la ratio objetivo y la ratio real que por las condiciones macroeconómicas.

## VI. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ESTRUCTURA ECONÓMICO-FINANCIERA DE LA EMPRESA ESPAÑOLA: ANÁLISIS Y HECHOS ESTILIZADOS

En este apartado se presentan de forma descriptiva los rasgos más distintivos de la empresa financiera española en lo referente a su estructura de inversión y financiación durante el período 2000-2010. Una vez analizada la evidencia empírica para el caso español y comprobado que los factores individuales no explican suficientemente las diferencias

observadas en la estructura de capital de nuestras empresas, el interés radica ahora en analizar el impacto de las condiciones macroeconómicas en la dinámica del comportamiento financiero empresarial y, en la medida de lo posible, evidenciar la importancia del ciclo económico en la evolución de la estructura de financiación de la empresa española durante los últimos años. Debido al carácter agregado de la información utilizada, procedente básicamente de la Central de Balances del Banco de España y de Eurostat, el estudio de los factores específicos de empresa determinantes de la decisión de endeudamiento excede el objetivo del presente trabajo. No obstante, y en línea con la evidencia empírica precedente, una cierta desagregación sectorial así como por tamaños (17) de actividad será utilizada en orden a extraer conclusiones respecto a estos dos importantes condicionantes de la estructura de capital.

### 1. Endeudamiento y ciclo económico

El cuadro n.º 1, elaborado a partir de la información contenida en la base de datos Eurostat, y relativa al conjunto de la economía y al sector de empresas no financieras, permite establecer una comparación de los principales rasgos que definen el perfil de la empresa española con los de las empresas de nuestro entorno, y constituye un primer punto de partida para el análisis de la evolución de los resultados en términos agregados durante el período de análisis.

En primer lugar, podemos observar que tanto el conjunto de la economía como el sector de empresas no financieras han crecido a un ritmo sensiblemente supe-

CUADRO N.º 1

**PIB A PRECIOS DE MERCADO, COSTES DE PERSONAL Y EXCEDENTE BRUTO DE EXPLOTACIÓN.  
EMPRESAS NO FINANCIERAS DE ESPAÑA Y DE LA ZONA EURO  
(Tasas de variación interanual)**

AÑOS	PIB A PRECIOS DE MERCADO				GASTOS PERSONAL		EXCEDENTE BRUTO DE EXPLOTACIÓN	
	ESPAÑA		ZONA EURO		ESPAÑA	ZONA EURO	ESPAÑA	ZONA EURO
	Empresas no finan.	Total economía	Empresas no finan.	Total economía	Empresas no finan.	Empresas no finan.	Empresas no finan.	Empresas no finan.
2001 .....	7,8	8,0	5,7	4,7	7,7	4,7	8,1	7,3
2002 .....	6,3	7,1	3,2	3,5	6,1	3,3	6,8	3,0
2003 .....	6,3	7,4	2,4	3,0	6,4	2,5	6,3	2,2
2004 .....	6,6	7,4	4,1	4,1	5,5	3,0	8,2	5,9
2005 .....	6,3	8,1	3,5	3,6	7,5	3,1	4,0	3,9
2006 .....	7,1	8,3	5,1	5,1	7,8	4,5	5,9	6,2
2007 .....	6,7	7,0	6,3	5,5	7,7	5,0	5,2	8,2
2008 .....	6,0	3,3	2,3	2,1	5,2	4,4	7,5	-0,5
2009 .....	-3,3	-3,1	-5,5	-3,3	-5,4	-2,1	0,0	-10,4
2010 .....			3,0	2,5		1,1		6,4

Fuente: Elaboración propia a partir de la información proporcionada por Eurostat.

rior en España que en el resto de Europa, con tasas situadas entre el 6 y el 8 por 100 hasta 2007 en el primer caso, y entre el 3 y el 6 por 100 en el segundo. En el año 2008 se puede apreciar claramente el efecto de la crisis con tasas de crecimiento más moderadas que tornan a valores negativos en 2009, particularmente en el caso de las empresas no financieras europeas con un descenso en el valor añadido a precios de mercado de un 5,5 por 100. Su contraparte española sufrió un descenso en el PIB de un 3,3 por 100, muy similar a la pérdida de actividad experimentada por el conjunto de la economía tanto española como europea, con disminuciones del 3,1 y del 3,3 por 100, respectivamente.

La evolución comparada de los costes de personal refleja una evolución similar en España y en los países de nuestro entorno, aunque con tasas de crecimiento superiores en promedio 3 puntos porcentuales en el caso español, y que acaban convergiendo con el estallido de la crisis a partir

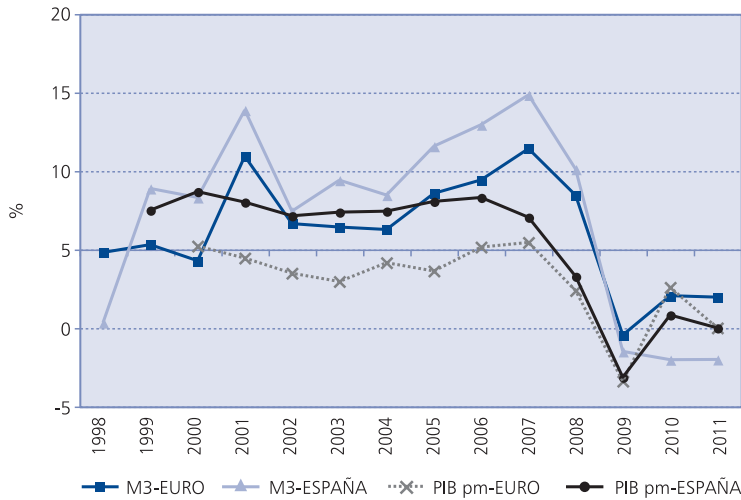
de 2008 en valores ya negativos para el 2009 con un -5,4 por 100 para España y un -2,1 por 100 para Europa. El excedente bruto de explotación, fruto de la concatenación del valor añadido y de los costes de personal, arroja valores muy próximos en Europa y España, con las excepciones de los períodos 2002-2004 y 2008-2009. En ambos subperíodos la evolución de esta magnitud fue más favorable en el caso español, aunque las causas fueron claramente diferenciadas: el peor comportamiento del PIB europeo en el primer caso, o la fuerte contracción experimentada por los costes de personal en España en el segundo.

Para finalizar, en el gráfico 1 aparecen representadas las evoluciones del PIB a precios de mercado del conjunto de la economía española y europea, por una parte, y de una magnitud representativa del agregado monetario como es la M3 (18), por otra. Podemos constatar la similitud de perfiles tanto del PIB con la M3 como de cada una de las dos

magnitudes en las dos zonas geográficas. Por lo que a la M3 se refiere, la salvedad es que el incremento anual es notablemente superior en el caso español desde comienzos de la década hasta el año 2009 (10,8 por 100 anual en España y 7,8 por 100 en la Zona Euro). Esta política expansiva en los agregados monetarios llevada a cabo en la eurozona se frena bruscamente, ya en pleno desarrollo de la crisis, con tasas de crecimiento que llegan a ser negativas pero de magnitud también más acusada en nuestro país, para el que la contracción continuará a tasas del -2 por 100 durante 2010 y 2011.

Este notable incremento de actividad protagonizado por las empresas no financieras españolas, ha tenido su lógico reflejo en el aumento de sus necesidades de financiación, necesidades que a lo largo de la mayor parte de la década han sido prioritariamente atendidas a través del recurso a la financiación ajena en detrimento de los capitales propios (19). Analizaremos pues, en esta pri-

**GRÁFICO 1**  
**EVOLUCIÓN DE LA M3 Y DEL PIB EN LA ZONA EURO Y ESPAÑA**  
**(Tasas de variación interanuales)**



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Financieras del Banco de España.

do, tornándose incluso negativo en 2009 (-1,2 por 100). Sin embargo, el mal comportamiento tanto del valor añadido como del margen bruto de explotación motivó que las ratios de endeudamiento de las empresas españolas siguieran en niveles demasiado elevados en comparación con las de sus homólogas europeas (20).

Además del mayor recurso a la financiación ajena como principal fuente de satisfacción de las crecientes necesidades de financiación, existen otros dos rasgos distintivos que caracterizan la evolución agregada de la estructura de financiación empresarial durante la última década: el importante aumento en el flujo del crédito bancario, en primer lugar, y el aumento progresivo de la financiación procedente del exterior (CNMV, 2010).

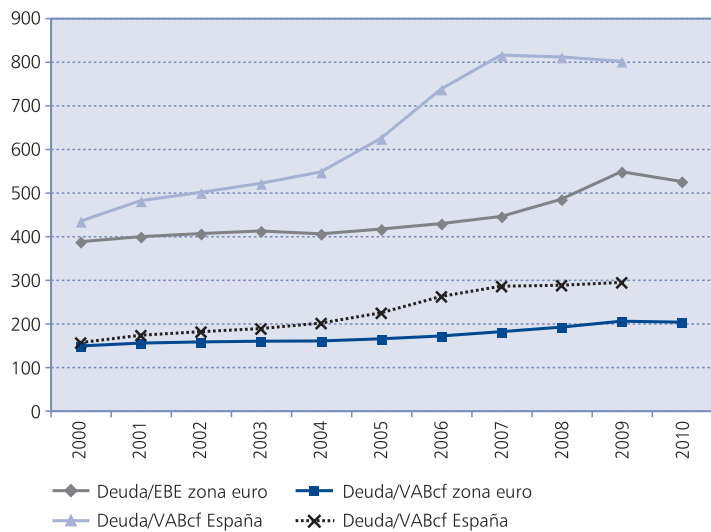
mera fase, la relevancia de la financiación crediticia sobre los distintos indicadores de actividad, así como su evolución en términos agregados.

Efectivamente, como podemos comprobar con la información resumida en el gráfico 2 procedente de Eurostat, y tanto si ponemos en relación el volumen agregado de deuda con el excedente bruto de explotación como si lo hacemos con el valor añadido bruto a coste de los factores, el volumen de endeudamiento de la empresa española, similar al de la empresa europea a principios de la década, no ha cesado de crecer situándose muy por encima de los países de su entorno. A este respecto, si durante el período 2000-2007 la deuda de la empresa no financiera española crecía a tasas de entre el 10 y el 25 por 100, la deuda de la empresa media europea lo hacía a tasas situadas entre el 4 y el 16 por 100. A partir del año 2008, el

ritmo de crecimiento de la empresa española se hace más conteni-

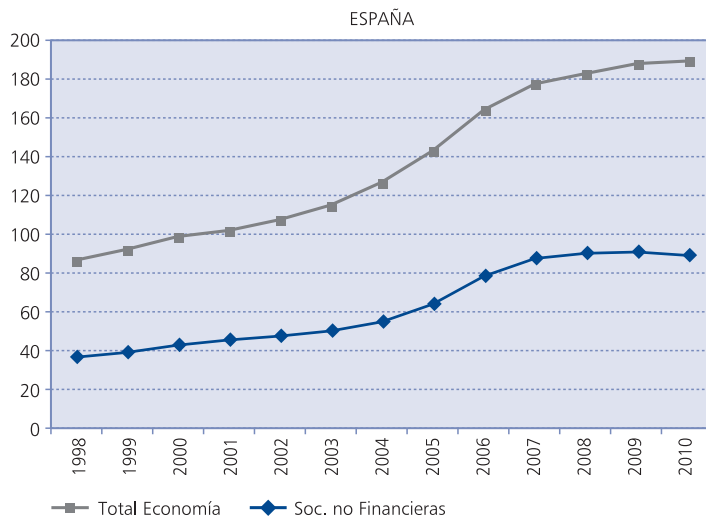
Como podemos observar en el gráfico 3, la evolución del crédito

**GRÁFICO 2**  
**DEUDA/EXCEDENTE BRUTO DE EXPLOTACIÓN Y DEUDA/VALOR AÑADIDO BRUTO (CF). EMPRESAS NO FINANCIERAS**

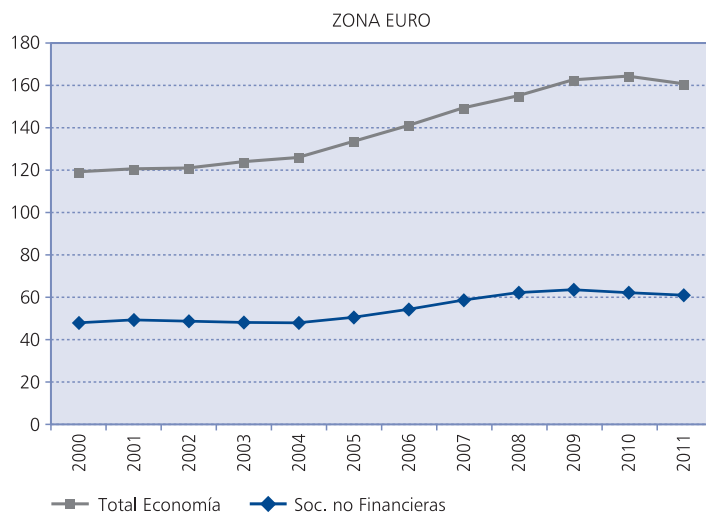


Fuente: Elaboración propia a partir de la información proporcionada por Eurostat.

GRÁFICO 3  
EVOLUCIÓN DE LA DEUDA BANCARIA  
(En porcentaje sobre el PIB)



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Financieras del Banco de España.



Fuente: Elaboración propia a partir de la información proporcionada por Eurostat.

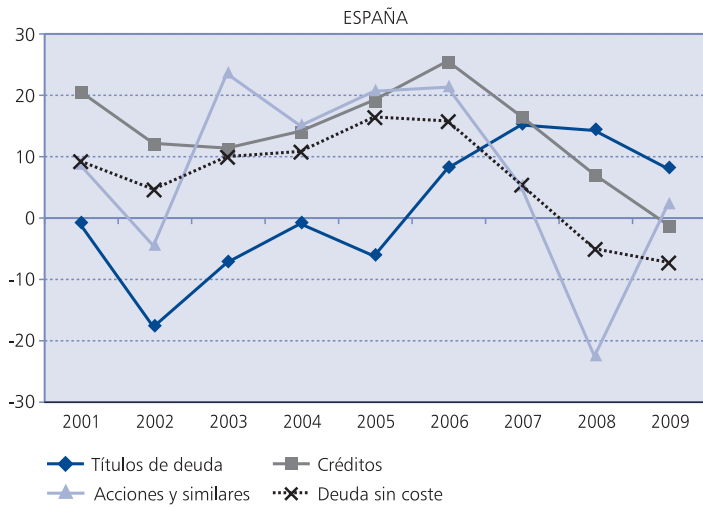
bancario sigue una senda muy similar a la mostrada anteriormente por los agregados económicos y monetarios. En términos de su importancia sobre el PIB, la financiación bancaria tanto del conjunto de la economía como del sector de empresas no financieras no cesó de crecer de forma con-

tinuada durante el período analizado hasta estancarse durante los dos últimos años. Pero, curiosamente, si los niveles de endeudamiento con origen en las entidades bancarias eran incluso más moderados en España que en el conjunto de la Zona Euro (86 y 37 por 100 para el conjunto de

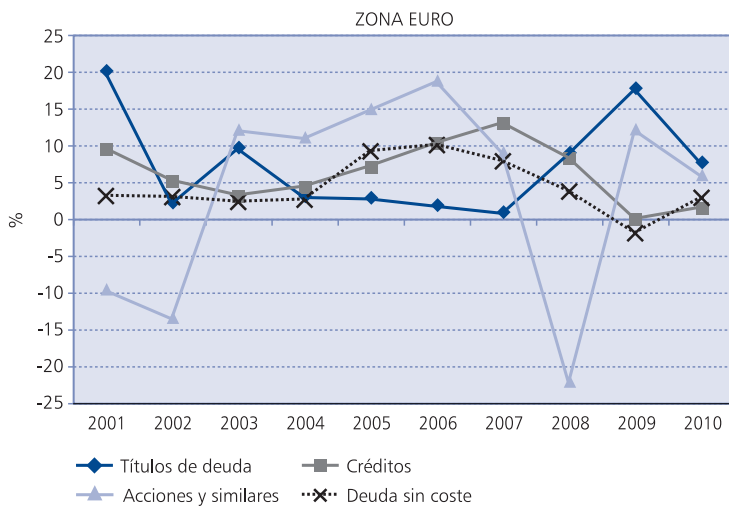
la economía y para las empresas no financieras españolas y 119 y 47,5 por 100 en la Zona Euro, respectivamente) la situación ha cambiado por completo si tenemos en cuenta que la tasa de crecimiento promedio del crédito bancario en nuestro país se situó entre el 12 y el 13 por 100 en el período 2000-2010, mientras que en Europa lo hizo en el 6 por 100. Así, a fecha de 2010, la dependencia de nuestra economía del crédito bancario se ha prácticamente duplicado, pasando del 86,5 por 100 del PIB en el año 1998 hasta el 188 por 100 en 2010. Respecto al sector empresarial las perspectivas no son más halagüeñas, y el volumen de deuda bancaria sobre el PIB pasó del 37 al 89 por 100 durante el mismo período de referencia.

En el gráfico 4, la información proveniente de Eurostat nos permite analizar la evolución de las distintas fuentes de financiación distinguiendo por tipo de instrumento (financiación de mercado, financiación crediticia, deuda comercial y recursos propios), comparando los atributos más emblemáticos de la financiación de la empresa española y de la empresa promedio en la Zona Euro. La financiación crediticia, mayoritariamente bancaria, es la que mayor porcentaje de incremento ha venido experimentando durante el período objeto de estudio en la empresa no financiera española, con tasas que se sitúan por término medio en torno al 14 por 100; mientras que su homóloga europea ha experimentado un crecimiento notablemente inferior con una tasa promedio del 6 por 100. También disímiles son las pautas seguidas por la financiación de mercado en su vertiente de renta fija, con tasas de crecimiento muy superiores en el caso europeo respecto al caso español (7,2 y 1,2 por 100, respec-

**GRÁFICO 4**  
**PASIVOS FINANCIEROS. EMPRESAS NO FINANCIERAS**  
**(Tasas de variación interanuales)**



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Financieras del Banco de España.



Fuente: Elaboración propia a partir de la información proporcionada por Eurostat.

tivamente) y con una distribución temporal también muy desigual. Así, en el caso español la variación interanual en el saldo de títulos de deuda no ha dejado de decrecer hasta el año 2006, momento en el cual se produce un cambio de tendencia que, sin embargo, no llega a superar al creci-

miento de la deuda bancaria hasta bien entrada la crisis en torno al año 2008. Por último, y en referencia a la variación experimentada por los saldos anuales de las partidas acciones y similares y financiación sin coste, son en promedio superiores en el caso español, aun cuando su evo-

lución fue mucho más desfavorable en los últimos años cuando los efectos de la crisis se dejaron notar con mayor intensidad.

## 2. Estructura y comportamiento inversor de la empresa española

Este creciente endeudamiento de origen principalmente bancario fue el caldo de cultivo que propició una de las fases de expansión más duraderas de nuestra economía, caracterizada por un fuerte y continuado aumento en el volumen de inversión llevado a cabo por la empresa no financiera española. Una buena prueba de la intensidad de este ciclo inversor la podemos encontrar en las variaciones registradas en el volumen de activos inmovilizados y circulantes, con tasas de incremento promedio del 6,3 por 100, siempre positivas excepto para 2009 (21). Un examen más desglosado de este crecimiento para cada una de las partidas agregadas del inmovilizado y circulante de la empresa no financiera nos revela que dicho crecimiento fue 1 punto porcentual, por término medio, superior en activos no corrientes o inmovilizados respecto al de los activos corrientes o de carácter circulante (6,7 por 100 versus 5,7 por 100). Dentro de los activos con mayor grado de permanencia, las inversiones en intangible y las inversiones financieras a largo plazo fueron las más favorecidas con incrementos del 10,7 y el 7,8 por 100, respectivamente; mientras que las inversiones en activo material crecieron a un ritmo notablemente más moderado del 5,5 por 100. Dentro de las partidas del circulante son de reseñar los incrementos promedio del 6,9 por 100 en existencias y del 11,3 por 100 en efectivo y activos líquidos equivalentes.

A partir de esta evolución, el cuadro n.º 2, elaborado según el estado de equilibrio que presenta la Central de Balances, resulta particularmente clarificador de los cambios registrados en la estructura de inversión y financiación de la empresa española. En relación con la estructura de inversión, se observa que, como consecuencia del proceso reactivador de la inversión antes comentado, el inmovilizado neto ha aumentado en 4,5 puntos porcentuales su peso sobre el activo total, aunque curiosamente su peso recae principalmente sobre la partida de inversiones financieras a largo plazo, que aumentó su peso en 9 puntos porcentuales, en detrimento del inmoviliza-

do material neto que perdió 3,8 puntos. Sin embargo, este hecho no resulta del todo sorprendente y podemos encontrar evidencia similar en el trabajo de Salas y Rosell (2010), quienes observan una importancia creciente en el tiempo de los activos financieros, directamente vinculados a participaciones empresariales, si bien su período de análisis es considerablemente superior al aquí contemplado produciéndose las mayores tasas de crecimiento en el período 1996-2001, continuando posteriormente a un ritmo bastante más moderado.

El activo circulante, por su parte, pierde precisamente los 4,5 puntos ganados por el activo

fijo, pérdida que recae básicamente en las partidas de deudores comerciales y otras cuentas a cobrar asociadas a la explotación, así como en la de inversiones financieras a corto plazo. El capítulo de efectivo y otros activos líquidos equivalentes es el único dentro del circulante que incrementa su participación en el conjunto del activo, pasando de un 1,3 a un 3,2 por 100.

El planteamiento y estudio de esta intensidad inversora experimentada por la empresa española durante la última década no estaría completo sin una referencia a la calidad de los resultados obtenidos en dicho proceso inversor. Se hace preciso, además,

CUADRO N.º 2

**ESTRUCTURA DEL BALANCE**  
(En porcentaje)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Media
I. ACTIVO NO CORRIENTE .....	63,4	65,1	64,8	64,1	63,5	62,6	63,5	62,6	63,8	66,3	67,9	64,3
Inmovilizado intangible .....	1,9	2,0	2,2	2,5	2,5	2,3	3,2	2,8	3,0	3,1	3,0	2,6
Inmovilizado material .....	27,4	25,8	26,2	26,2	25,6	25,4	23,7	23,0	23,1	23,5	23,6	24,9
Inversiones financieras a largo plazo .....	32,2	35,6	35,2	34,2	34,4	34,9	36,6	36,8	37,8	39,7	41,3	36,2
II. ACTIVO CORRIENTE .....	36,6	34,9	35,2	35,9	36,5	37,4	36,5	37,4	36,2	33,7	32,1	35,7
Existencias .....	6,2	6,1	6,1	6,7	7,2	7,7	8,5	8,6	7,7	6,8	6,4	7,1
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar .....	16,9	16,2	18,0	17,7	17,2	17,1	16,6	16,3	14,3	14,0	13,1	16,1
Clientes .....	10,9	10,2	10,2	10,5	10,8	10,9	10,7	10,5	9,8	9,6	8,8	10,3
Otras cuentas a cobrar .....	6,0	6,0	7,8	7,2	6,4	6,2	5,8	5,8	4,6	4,3	4,2	5,9
Inversiones financieras a corto plazo .....	11,9	11,1	9,5	10,0	10,6	10,8	9,6	10,5	9,7	8,5	9,0	10,1
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes .....	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,6	1,8	1,8	3,7	4,0	3,2	2,1
Ajustes por periodificación .....	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
ACTIVO (I+II) = PASIVO (III a VI) .....	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
III. PATRIMONIO NETO .....	39,2	39,3	37,7	38,4	37,3	36,0	34,2	34,1	34,6	36,1	36,9	36,7
Capital desembolsado neto .....	14,6	15,4	16,0	16,2	14,6	13,6	11,8	11,1	10,4	10,5	10,3	13,1
Reservas y prima de emisión .....	23,4	22,8	20,3	20,8	21,0	19,5	19,4	20,5	22,6	23,8	24,8	21,7
IV. PASIVO NO CORRIENTE .....	22,9	24,8	26,6	26,3	25,0	24,6	28,0	27,6	26,4	27,8	29,4	26,3
Recursos ajenos a largo plazo .....	22,9	24,8	26,6	26,3	25,0	24,6	28,0	27,6	26,4	27,7	29,3	26,3
Financiación de entidades de crédito a largo plazo ..	7,7	8,0	8,1	8,6	8,8	10,3	13,2	13,6	12,5	12,3	12,4	10,5
Resto de financiación ajena a largo plazo .....	15,1	16,8	18,5	17,7	16,2	14,2	14,7	14,0	13,9	15,4	16,8	15,8
V. PASIVO CORRIENTE .....	32,3	31,5	31,2	31,2	33,7	35,2	34,1	34,9	36,1	33,2	31,0	33,1
Financiación a corto plazo con coste .....	13,2	13,4	12,5	11,9	12,9	13,2	12,6	13,5	16,0	14,2	13,4	13,4
Financiación a corto plazo sin coste .....	19,1	18,1	18,7	19,3	20,8	22,0	21,5	21,4	19,9	18,9	17,5	19,8
Ajustes por periodificación .....	0,3	0,2	0,3	0,6	0,6	0,4	0,4	0,5	0,2	0,2	0,2	0,3
VI. PROVISIONES .....	5,6	4,3	4,5	4,1	4,1	4,2	3,7	3,4	2,9	2,8	2,7	3,8
PASIVO (III a VI) = ACTIVO (I+II) .....	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Número de empresas .....	8.489	8.417	8.420	8.834	8.923	9.123	9.276	9.321	9.639	9.792	7.028	
Cobertura total nacional (%) .....	30,7	29,2	29,0	29,9	31,8	32,6	33,5	33,9	31,6	30,7	26,6	

Fuente: Elaboración propia a partir de la información facilitada por la Central de Balances del Banco de España (resultados anuales 2010 y anteriores).



verificar si el sobreendeudamiento en el que la empresa española ha incurrido durante el período anterior a la crisis ha cristalizado en proyectos de inversión rentables o, por el contrario, se ha proporcionado cobertura a ciertas «malinversiones». A este respecto, el cuadro n.º 3 nos ofrece información acerca de la evolución de distintas medidas de eficiencia, rentabilidad y crecimiento sostenible durante el período de referencia.

Así, la evolución de la rentabilidad económica o del conjunto de los activos empresariales no muestra aumentos significativos que justifiquen este proceso inversor, con valores bastante estables desde comienzos del período en torno al 5-6 por 100, y con una evolución más lenta durante los últimos años de la década con valores que se reducen hasta situarse en el 3,6 por 100 en 2010. El comportamiento de la rentabilidad económica responde, sin embargo, a una evolución muy

dispar de sus dos principales componentes, con un crecimiento sostenido y constante del margen comercial o rendimiento económico de las ventas, en paralelo a un descenso acusado en la rotación o índice que expresa la relación entre la facturación y el volumen de activos que se reduce desde el 0,7 inicial hasta el 0,46 en 2010.

La rentabilidad financiera o de los recursos propios debe su efecto tanto al apalancamiento financiero como al diferencial entre la rentabilidad económica y el coste de los recursos ajenos. Por lo que al primero de los factores se refiere, y como ya se puso de manifiesto en el epígrafe anterior, la empresa española ha aumentado sustancialmente su dependencia de los recursos ajenos tal y como refleja la ratio deuda total sobre fondos propios medios, que pasa del 170 por 100 en el año 2000 al 203 por 100 en 2007. El diferencial entre rentabilidad económica y coste de la deuda, por su

parte, se beneficia de la evolución favorable de los tipos de interés que alcanzan valores mínimos del 1,6 por 100 en 2004-2005, lo que provoca que la rentabilidad financiera alcance un valor máximo del 10,7 por 100 en 2006 para descender a continuación hasta valores inferiores a los de partida, alrededor del 5 por 100.

Se constata, por lo tanto, cómo la caída en los tipos de interés reales ocurrida tras la entrada de España en la Unión Económica y Monetaria repercute de forma directa en el coste de la financiación empresarial, que pasa de valores entre el 6 y el 10 por 100 a comienzos de los noventa hasta valores prácticamente nulos en los años anteriores de la crisis—véase, a este respecto, CNMV (2010) y Salas y Rosell (2010)—. Esta paulatina disminución en los tipos de interés resulta de especial trascendencia por cuanto favorece la reducción del peso de la financiación propia en la empresa, a la par que influye de forma

CUADRO N.º 3

## RATIOS SIGNIFICATIVAS

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Rendimiento (a) (%)	6,69	5,96	1,74	7,28	7,96	8,39	9,69	10,00	6,64	8,50	8,04
Rotación (b)	0,69	0,63	0,60	0,63	0,66	0,66	0,65	0,62	0,57	0,48	0,46
Rentabilidad económica (c) (%)	4,64	3,73	1,04	4,58	5,22	5,54	6,32	6,23	3,77	4,08	3,67
Rentabilidad financiera antes impuestos (d) (%)	8,30	5,80	-0,66	8,86	10,95	12,16	14,18	13,24	5,40	7,71	6,44
Rentabilidad financiera después impuestos (%)	6,41	4,81	0,92	7,28	8,41	9,45	10,71	10,55	4,61	6,85	5,44
Impuestos/FP medios	0,02	0,01	-0,02	0,02	0,03	0,03	0,03	0,03	0,01	0,01	0,01
Deuda/FP medios	1,70	1,64	1,65	1,64	1,72	1,84	1,98	2,03	1,89	1,78	1,75
Coste deuda total (e) (%)	2,06	2,28	2,04	1,92	1,69	1,64	1,94	2,48	2,84	2,10	2,05
Coste deuda con coste explícito (%)	5,00	5,06	4,35	3,91	3,63	3,71	4,05	4,81	5,18	3,56	3,33
Coefficiente de retención (f)	0,49	0,37	-1,81	0,44	0,36	0,28	0,49	0,40	-0,57	0,08	0,18
Crecimiento sostenible (g) (%)	4,09	2,14	1,20	3,85	3,94	3,37	6,90	5,27	-3,09	0,61	1,18
Crecimiento intrínseco (%)	2,29	1,38	-1,88	1,99	1,88	1,54	3,08	2,48	-2,16	0,32	0,67
Crecimiento extrínseco (%)	1,81	0,76	3,08	1,86	2,06	1,83	3,83	2,79	-0,93	0,29	0,51

## Notas:

- (a) Cociente entre el beneficio antes de intereses e impuestos y las ventas.  
 (b) Cociente entre las ventas y los activos totales medios.  
 (c) Cociente entre el beneficio antes de intereses e impuestos y los activos totales medios.  
 (d) Cociente entre el beneficio neto y los fondos propios medios.  
 (e) Relación entre los gastos financieros y el exigible total.  
 (f) Beneficio retenido entre beneficio disponible.  
 (g) Véase la definición en la nota 22 del texto.

Fuente: Elaboración propia a partir de la información facilitada por la Central de Balances del Banco de España (resultados anuales 2010 y anteriores).

decisiva en las percepciones de los empresarios sobre el valor de sus proyectos induciendo una situación de sobreendeudamiento.

Por último, el análisis del crecimiento financieramente sostenible (22) incluido en el cuadro número 3 nos permite colegir que el volumen de fondos efectivamente invertidos por parte de la empresa española superó con creces el máximo crecimiento sostenible soportado por su estructura de capital y por la rentabilidad de sus inversiones. Con la excepción de los años 2006 y 2007, el resto del período anterior a la crisis exhibe una tendencia significativa a la baja en las tasas de crecimiento sostenible, lo que induce a pensar en la existencia de un exceso de capacidad productiva que no encuentra soporte en proyectos de inversión lo suficientemente rentables. Circunstancia que acaba revelándose con toda su crudeza en pleno desarrollo de la crisis con tasas de crecimiento sostenibles muy inferiores, cuando no directamente negativas, como acontece en el año 2008. La descomposición del crecimiento sostenible en sus componentes intrínseco y extrínseco revela cómo este último, dependiente del apalancamiento financiero y de la proporción de beneficios retenidos, añade una prima al crecimiento que se sitúa muy por encima del crecimiento interno de la empresa española a lo largo de la mayor parte del período objeto de estudio.

### 3. Estructura financiera de la empresa española

Como hemos podido comprobar, el aumento sin precedentes en el nivel de liquidez en todos los sectores de actividad, y especialmente en el de empresas no financieras, ha provocado una

expansión del ciclo inversor que, en buena lógica, debe tener su traducción en el consiguiente aumento en las necesidades de financiación y en el nivel de recursos financieros puestos a disposición de las empresas. En lo que sigue realizaremos un breve recorrido por la evolución de la estructura de financiación de la empresa española durante la última década distinguiendo entre capitales propios y ajenos y, dentro de estos últimos, entre los diferentes tipos de deuda.

El cuadro número 4 en su panel superior contiene el estado de origen y aplicación de fondos en valores relativos y en él podemos observar con mayor precisión en qué medida han participado las distintas fuentes de fondos financieros en la cobertura de la actividad inversora llevada a cabo durante el período analizado. Así, la primera de las tendencias que podemos observar hace referencia al mayor crecimiento de la financiación ajena con relación a la financiación propia que se hace patente cuando comparamos su participación promedio en el volumen de fondos obtenidos (72 y 28 por 100, respectivamente) con el peso relativo promedio de estas partidas en el conjunto del balance, como evidencia el cuadro número 2 (63,3 y 36,7 por 100, respectivamente).

Profundizando en el análisis de los diferentes tipos de deuda, podemos comprobar cómo la financiación con coste ha aumentado significativamente su presencia en la empresa no financiera española, pasando de representar un 36,1 por 100 en 2000 a un 42,8 por 100 en 2010 con elevados incrementos a partir de la segunda mitad del período analizado (ver cuadros números 2 y 4). En función del plazo de vencimiento de la deuda, la fi-

nanciación a más de un año ha visto incrementar notablemente su peso en el pasivo del balance desde el 22,9 por 100 en 2000 hasta el 29,4 por 100 en 2010. Por el contrario, y si bien es cierto que el pasivo corriente ha perdido algo más de un punto porcentual, su evolución ha sido muy dispar con fuertes crecimientos en el período 2004-2008 y con un retorno a las proporciones mantenidas a principios de la década durante los últimos años. El incremento del flujo de crédito bancario es, en buena medida, responsable de este diferente comportamiento de la financiación a corto y largo plazo, aportando más de cinco puntos porcentuales de crecimiento en el crédito recibido a largo plazo (del 7,7 al 12,4 por 100) y una subida mucho más modesta en los plazos iguales o inferiores al año (del 4,6 al 5,2 por 100). En todo caso, el cuadro de origen y aplicación de fondos pone claramente de manifiesto cómo la financiación bancaria representó, por término medio, el 22,7 por 100 de los recursos obtenidos a lo largo del período, proporción claramente superior al peso de este tipo de financiación en el balance de la empresa española al comienzo del período (12,4 por 100).

El comportamiento de la financiación sin coste, fundamentalmente de carácter comercial, explicó en buena parte el buen tono mantenido por la financiación a corto plazo durante el período con mejores perspectivas económicas, pero es precisamente a partir de 2008, en los primeros años de la crisis, cuando este tipo de financiación más se resintió.

En resumen, el nivel de apalancamiento financiero de la empresa española ha estado fuertemente condicionado por la

CUADRO N.º 4

**ESTADO DE ORIGEN Y APLICACIÓN DE FONDOS**  
(En tanto por uno)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Media
I. ACTIVO NO CORRIENTE .....	0,787	0,455	0,516	0,577	0,551	0,732	0,569	0,818		0,646	0,628
II. ACTIVO CORRIENTE .....	0,213	0,545	0,484	0,423	0,449	0,268	0,431	0,182		0,354	0,372
ACTIVO (I+II) = PASIVO (III a VI) .....	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000		1,000	1,000
III. PATRIMONIO NETO .....	0,431	-0,058	0,547	0,239	0,263	0,192	0,346	-0,013		0,553	0,278
IV. PASIVO NO CORRIENTE .....	0,386	0,744	0,215	0,017	0,225	0,566	0,228	0,232		0,415	0,336
V. PASIVO CORRIENTE .....	0,241	0,218	0,302	0,692	0,464	0,221	0,426	0,764		0,031	0,373
PASIVO (III a VI) = ACTIVO (I+II) .....	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000		1,000	1,000
PASIVO = ACTIVO (millones euros) .....	73.408	23.040	22.668	47.902	91.812	112.308	112.570	29.278	-17.527	46.469	
DEUDA BANCARIA .....	0,090	0,326	0,018	0,133	0,280	0,439	0,263	0,406		0,092	0,227
DEUDA NO BANCARIA .....	0,537	0,637	0,498	0,576	0,409	0,348	0,391	0,355		0,482	0,470
DEUDA CON COSTE .....	0,525	0,526	0,101	0,295	0,376	0,642	0,460	0,370		0,502	0,422
DEUDA SIN COSTE .....	0,102	0,437	0,416	0,414	0,313	0,145	0,194	0,073		0,198	0,255
DEUDA A CORTO PLAZO .....	0,241	0,218	0,302	0,692	0,464	0,221	0,426	0,764		0,031	0,373
DEUDA A LARGO PLAZO .....	0,386	0,744	0,215	0,017	0,225	0,566	0,228	0,232		0,415	0,336
<b>RELACIÓN ENTRE RECURSOS GENERADOS Y FONDOS OBTENIDOS</b>											
RECURSOS GENERADOS .....	0,489	0,874	2,107	1,185	0,690	0,684	0,701	1,795		1,193	0,613
IMPUESTOS .....	0,034	-0,184	0,193	0,157	0,094	0,108	0,092	0,117		0,099	0,048
DIVIDENDOS .....	0,104	0,301	0,503	0,333	0,238	0,171	0,218	1,077		0,441	0,173
AUTOFINANCIACIÓN .....	0,351	0,757	1,410	0,695	0,358	0,405	0,390	0,600		0,653	0,391
BENEFICIOS NO DISTRIBUIDOS .....	0,061	-0,194	0,388	0,187	0,091	0,162	0,144	-0,392		0,099	0,040
DOTACIÓN NETA AMORTIZACIÓN .....	0,290	0,951	1,023	0,508	0,266	0,242	0,246	0,992		0,554	0,351
N.º de empresas .....	8.417	8.420	8.834	8.923	9.123	9.276	9.321	9.639	9.792	7.028	
Cobertura total nacional (%) .....	29,2	29,0	29,9	31,8	32,6	33,5	33,9	31,6	30,7	26,6	

Fuente: Elaboración propia a partir de la información facilitada por la Central de Balances del Banco de España (resultados anuales 2010 y anteriores).

evolución del ciclo económico durante la pasada década, ajustando al alza su nivel de endeudamiento durante el período más expansivo y reduciéndolo durante el desarrollo de la crisis. Este carácter procíclico del nivel de endeudamiento es coherente con numerosos estudios que ponen de manifiesto la importancia de las condiciones macroeconómicas en la evolución de la financiación empresarial (véase, por ejemplo, Halling *et al.*, 2011), y que destacan los efectos del ciclo de negocios sobre el comportamiento dinámico financiero de las empresas. A una conclusión muy similar se llega para el caso español y para el período que nos ocupa en el informe de la CNMV (2010), ya que en los períodos de crisis se produce una situación

de sobreendeudamiento subóptimo que las empresas tratan de corregir reforzando su capitalización y reduciendo su dependencia de los recursos ajenos.

Como es lógico, y en paralelo a la evolución de los fondos ajenos, la financiación propia ha cedido parte de su influencia original, y aunque esta pérdida es tan solo de 2,3 puntos porcentuales en el conjunto de período (desde 39,2 hasta 36,9 por 100), alcanzó su punto álgido en 2008 con una pérdida máxima de 5,1 puntos coincidiendo justamente con el apogeo en la utilización de fuentes de financiación de origen crediticio. A partir del año 2008, las sociedades no financieras españolas comienzan a sufrir fuertes restricciones de crédito y tiene

lugar un cambio de tendencia orientado a la recapitalización empresarial. Dentro de la financiación propia, el panel inferior del cuadro n.º 4 nos permite estimar la importancia de la autofinanciación o financiación interna, es decir, aquella procedente directamente del ahorro generado por la actividad de la empresa una vez atendidos los pagos en concepto de impuestos y de dividendos. Además, podemos observar el más que discreto comportamiento de los beneficios no distribuidos (autofinanciación por enriquecimiento) con aportaciones significativas durante los años 2006 y 2007 y que, en promedio, han representado un 4 por 100 de los recursos captados durante el período 2001-2010. Por su parte, las dotacio-

nes al fondo de amortización, provisiones y similares (autofinanciación de mantenimiento) mantuvieron un buen tono durante la totalidad del período, representando en promedio un 35,1 por 100 del incremento de los fondos recabados año a año por la empresa española.

Algunas de las regularidades empíricas que con más frecuencia se manifiestan en la gran mayoría de los estudios sobre estructura de capital son los que hacen referencia a la influencia del tamaño de la empresa y del sector de pertenencia sobre el endeudamiento empresarial. Aunque los datos que se utilizan para la realización de este estudio han sido básicamente de carácter agregado, la Central de Balances del Banco de España dispone de información segmentada en función del tamaño y del sector que nos pueden permitir sondear algunas de estas hipótesis. Así, en el caso español, constatamos en primer lugar una relación inversa entre el grado de utilización de recursos propios y el tamaño empresarial (ver cuadro n.º 5), lo que viene a confirmar el mayor recurso al endeudamiento por

parte de las empresas de mayor dimensión. Dimensión que permite soslayar los problemas de selección adversa e información asimétrica y que suele llevar aparejada una proporción superior de activos fijos respecto al total de los activos reforzando la garantía colateral para el reembolso de sus deudas. A fecha de 2010, la tasa de endeudamiento promedio de las empresas pequeñas, medianas y grandes asciende, respectivamente, al 52,8, 57,8 y 63,4 por 100. Para completar este sucinto perfil, la pequeña y mediana empresa española utiliza predominantemente la deuda de origen bancario, la deuda a corto plazo y la deuda comercial sin coste. El crédito bancario, del que depende de forma crítica para su financiación la pyme (23), es uno de los primeros en agotarse en los momentos de dificultad financiera y de los más tardíos en recuperarse junto con el restablecimiento de los vínculos entre la entidad financiera y la empresa. La dificultad para acceder a la obtención de otro tipo de recursos, como los procedentes de los mercados de emisión de renta fija o de renta variable, hace que el endeudamiento de la pyme sea tra-

dicionalmente más reducido y que confíe en mayor medida en la autofinanciación como vía preferente de obtención de capital.

Otro de los factores con mayor poder explicativo de la estructura de capital es el sector industrial de pertenencia (véase, por ejemplo, Frank y Goyal, 2009). Los agregados sectoriales de la Central de Balances del Banco de España (CBBE) permiten en este sentido detectar diferencias importantes, siendo el sector de la construcción y empresas inmobiliarias el más endeudado en 2010 con una tasa del 83,7 por 100 y con un incremento en el peso de los recursos ajenos sobre el total de recursos de 18 puntos porcentuales desde el comienzo de la década. Información y comunicaciones, con un 75,1 por 100, ocupa el segundo lugar, mientras el sector de transporte y almacenamiento es el menos endeudado con un 54,6 por 100. En cuanto a los plazos de vencimiento, el endeudamiento a largo plazo es el predominante en los sectores de energía eléctrica y gas y de transporte y almacenamiento, mientras que los sectores de construc-

CUADRO N.º 5

**DEUDA SOBRE ACTIVO TOTAL POR SECTORES Y TAMAÑOS  
(EN PORCENTAJE)**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>SECTORES</b>											
COMERCIO .....	65,0	64,3	63,7	64,4	64,7	65,5	66,1	67,4	66,5	65,1	65,3
CONSTRUCCIÓN .....	65,1	67,4	67,4	66,1	77,4	77,9	78,5	80,3	82,4	82,2	83,7
ELÉCTRICAS Y GAS .....	62,1	62,4	59,9	57,9	59,3	64,8	65	57,5	61,4	61,4	60,2
HOSTELERÍA .....	55,4	58,7	59,5	58,6	60,4	60,9	62,3	58,6	60,8	61,7	59,9
INDUSTRIA MANUFACTURERA .....	59,1	59,5	60,3	60,2	61,5	63,6	64,2	65,4	62,5	63,6	60,2
TRANSPORTE Y ALMACENAMIENTO .....	55,5	53,8	56,8	57,8	46,7	47,2	46,9	49,4	52,4	52,7	54,6
INFORMACIÓN Y COMUNICACIONES .....	68,2	77,8	81,1	78,1	78,0	73,4	74,2	76,3	78,8	77,4	75,1
<b>TAMAÑOS</b>											
EMPRESA PEQUEÑA .....	62,4	60,4	60,4	61,9	61,4	60,7	59,8	57,8	55,5	53,9	52,8
EMPRESA MEDIANA .....	58,7	58,9	59,2	59,2	59,1	59,9	60,4	59,7	58,5	57,2	57,8
EMPRESA GRANDE .....	61,5	60,9	62,9	62,2	63,3	64,4	66,3	66,4	65,9	64,4	63,4

Fuente: Central de Balances del Banco de España. Agregados Sectoriales.

ción, comercio e información y telecomunicaciones sobresalen por la obtención de financiación a vencimientos mucho más reducidos. Según el informe de la CNMV (2010) es precisamente el sector de la construcción y de la empresa inmobiliaria uno de los mayores receptores del flujo de crédito bancario durante los últimos años, representando en términos agregados más de un 35 por 100 del volumen conjunto de sus activos en 2009, muy por encima de la media del resto de sectores, como industria y energía o servicios, con niveles situados entre el 10 y el 15 por 100. En resumen, tanto el tamaño como el sector industrial de pertenencia constituyen dos de los factores que mayor capacidad explicativa han demostrado tener sobre las diferencias observadas en el comportamiento financiero de las empresas españolas.

## VII. CONCLUSIONES

Tras esta revisión de la literatura teórica y empírica sobre los factores determinantes de la estructura de capital de las empresas, resumimos el estado de la cuestión confrontando las predicciones empíricas de las teorías con el patrón de comportamiento financiero seguido por la empresa española durante los últimos diez años.

— Constatamos, en primer lugar, que los determinantes teóricos de la decisión de endeudamiento no explican el excesivo apalancamiento financiero de la empresa española que durante el período analizado creció a ritmos muy elevados, superiores a los del PIB y a los de las empresas de nuestro entorno más próximo. El patrón de comportamiento financiero seguido por el sector empresarial español tiene difícil encaje

con las predicciones empíricas de las teorías de la estructura de capital que gozan de una mayor aceptación: la existencia de una ratio óptima de endeudamiento (*trade-off*) a la que en cada momento las empresas tratan de ajustar su ratio actual, la existencia de un orden de preferencias (*pecking-order*) que prima el recurso a la financiación interna frente a la externa y la elección del momento oportuno de mercado (*market-timing*) para captar recursos.

— Tampoco parece que las características específicas de la empresa (y del sector) o los factores institucionales, identificados en la literatura como determinantes del endeudamiento empresarial, expliquen por sí solos el elevado apalancamiento de las empresas españolas no financieras y su evolución en el tiempo. La evidencia disponible para el caso de la empresa española —aunque contradictoria, no es muy distinta de la encontrada a nivel internacional— identifica como determinantes principales de la estructura de capital distintas variables representativas del tamaño de la empresa, del sector de actividad, de las deducciones fiscales —relacionadas o no con la deuda— y de los costes de quiebra, además de algunos factores de índole institucional como la concentración de la banca española y el grado de concentración de la propiedad empresarial.

— Aunque la teoría financiera ha prestado poca atención a los efectos de las condiciones macroeconómicas sobre la dinámica del comportamiento financiero de las empresas, la evidencia empírica revela que las fluctuaciones del ciclo de negocios condicionan los ratios de endeudamiento que las empresas persiguen como objetivo a alcanzar y la ve-

locidad de ajuste a los mismos. Los modelos dinámicos de ajuste estimados detectan que las empresas ajustan al alza (a la baja) sus niveles de endeudamiento a valor contable durante las expansiones (recesiones) y que, normalmente, la velocidad de ajuste es significativamente menor durante las recesiones que durante las expansiones. La evidencia disponible para la empresa española, aunque escasa y en algunos casos contradictoria con la evidencia internacional, muestra también el carácter procíclico de la velocidad de ajuste del endeudamiento empresarial.

— Estudios macroeconómicos recientes detectan también la existencia de una estrecha relación entre el apalancamiento financiero —medido por la tasa de crecimiento del crédito bancario con respecto al PIB durante la fase de expansión— y la severidad de la fase recesiva del ciclo, por la cual cuanto más intensiva en crédito sea la fase de expansión, más profunda será la recesión y más lenta la recuperación. Este *nuevo* hecho estilizado revela el carácter procíclico del sistema financiero y la necesidad de volver a los clásicos para entender la naturaleza monetaria de nuestras economías y, como señala Borio (2011), redescubrir el papel de la política monetaria y las expansiones de crédito en el origen de las fluctuaciones económicas.

— A la luz de las anteriores regularidades empíricas, el análisis de los datos facilitados por la CBBE y Eurostat muestra que en la fase expansiva del ciclo se produjo un crecimiento sin precedentes del volumen de actividad agregada del conjunto del sector empresarial español no financiero. Este ciclo expansivo vino precedido de un elevado crecimiento

de la liquidez y del crédito —fundamentalmente bancario— que facilitó la financiación de uno de los procesos inversores más intensos de nuestra historia. La fuerte correlación entre utilización de deuda y crecimiento de los agregados macroeconómicos y monetarios evidencia que las expansiones monetarias y crediticias son un determinante importante de las decisiones de financiación empresarial.

— La evolución del comportamiento inversor de la empresa española corre en paralelo con la evolución del endeudamiento y la actividad agregada y evidencia la relación de interdependencia de sus decisiones de inversión y financiación. La información agregada de la CBBE permite constatar este proceso inversor a través del incremento persistente del valor agregado de los activos en los balances de las empresas españolas. Este crecimiento inversor se materializa más en bienes de carácter inmovilizado que circulante, y más específicamente en inversiones de carácter intangible y financiero. Sin embargo, la intensidad de la actividad inversora no viene justificada por un significativo aumento de la rentabilidad global de los proyectos a disposición de la empresa, como pone de manifiesto el que la rentabilidad económica de los activos creciese 1,7 puntos porcentuales durante la primera mitad de la década para reducirse en casi tres puntos durante la crisis. Por otra parte, el crecimiento de los recursos invertidos superó con creces el crecimiento financiero sostenible durante la totalidad del período, sugiriendo que la empresa española incurrió claramente en un exceso de capacidad productiva.

— El aumento en las necesidades de inversión es en su ma-

yor parte cubierto por recursos procedentes de la financiación externa, y más específicamente por financiación en forma de deuda. La financiación propia queda así relegada a un segundo término durante la mayor parte del período, recobrando su primacía a partir de 2008 con el proceso de recapitalización que las empresas se verán obligadas a asumir a lo largo de la crisis. El creciente recurso al endeudamiento de la empresa española durante la mayor parte del período analizado viene definido por dos tendencias principales: la fuerte utilización del crédito de procedencia bancaria y la masiva afluencia de fondos procedentes del exterior.

— El tamaño empresarial y el sector de pertenencia marcan diferencias significativas en el comportamiento financiero de nuestro sector corporativo. Si bien es la pequeña empresa la que exhibe menores niveles de apalancamiento, su dependencia de la deuda de origen bancario es mucho mayor. Al ser este tipo de deuda la que más restricciones sufre en períodos de crisis financiera, este colectivo de empresas es el que más dificultades encontrará para la salida de la misma. En cuanto a las agrupaciones sectoriales, es destacable el fuerte endeudamiento, también de origen bancario, del sector de construcción y empresas inmobiliarias, sector que incluso aumentó su ya de por sí elevada presencia en el conjunto de la economía española y que protagonizó una de las mayores concentraciones de riesgo de toda nuestra historia.

#### NOTAS

(\*) Agradecemos la financiación proporcionada por el Ministerio de Economía y Competitividad a través del proyecto de investigación con referencia ECO2011-29144-C03-01.

(1) Los bancos centrales expandieron la oferta monetaria a ritmos anuales medios de crecimiento próximos al 10 por 100, manteniendo los tipos de interés muy por debajo del nivel en que los hubiese fijado el mercado.

(2) La proposición de irrelevancia o teorema MM puede resumirse como sigue: «... bajo las hipótesis de mercados perfectos (y neutralidad impositiva) e inversores racionales, que pueden replicar la estructura financiera de la empresa formando carteras con préstamo o con endeudamiento, el valor de mercado de la empresa —deuda más fondos propios— depende únicamente del flujo de renta generado por sus activos» (MODIGLIANI, 1984).

(3) En su más clásica versión la teoría del *trade-off*, formalizada por KRAUS y LITZBERGER (1973), establece que una empresa optimiza su endeudamiento cuando el valor marginal del ahorro fiscal se compensa con el valor actual de los costes de quiebra.

(4) FRANK y GOYAL (2007) distinguen dos fases en el desarrollo de la teoría del *trade-off*. En la primera, conocida como teoría estática del *trade-off*, las empresas determinaban su estructura óptima de capital equilibrando las ventajas y desventajas que el endeudamiento conlleva. En la segunda fase, a la que se denomina teoría dinámica del *trade-off*, las empresas ajustan gradualmente su ratio actual de endeudamiento al ratio establecido como objetivo.

(5) La teoría *market-timing* parte de la premisa de que los directores financieros poseen más y mejor información que los inversores sobre las perspectivas de la empresa y que los inversores no pueden anticipar esas perspectivas.

(6) Los determinantes de la estructura de capital que se han incluido en los modelos econométricos para su contrastación empírica en los mercados de capitales de diferentes países, suelen clasificarse distinguiendo entre factores específicos de la empresa, factores institucionales y factores macroeconómicos o, más simplemente, entre factores internos y externos.

(7) FLANNERY y RANGAN (2006) señalan que la mayor parte de esas investigaciones se fundamentan en la teoría del *trade-off*.

(8) TITMAN y WESSELS (1988), por su parte, no obtienen evidencia para un conjunto de los factores considerados determinantes como son las deducciones fiscales no generadas por la deuda, la volatilidad de los beneficios, la estructura del activo y las oportunidades de inversión.

(9) En la literatura empírica la variable tiempo suele interpretarse como variable representativa (*proxy*) del efecto de las condiciones macroeconómicas sobre el nivel de endeudamiento de la empresa, no atribuible a otras variables comúnmente contempladas como el tipo de interés, la tasa de inflación o el crecimiento de la economía.

(10) Las relaciones entre el acceso al mercado de capitales, la inversión empresarial y la macroeconomía, han sido analizadas en la literatura sobre el denominado canal de crédito. Una revisión de esta literatura puede verse en el trabajo de BERNANKE y GERTLER (1995).

(11) Véanse, entre otros, los trabajos de MENDOZA y TERRONES (2008), REINHART y ROGOFF (2009), HUME y SENTANCE (2009), REINHART y REINHART (2010), BORDO y HAUBRICH (2010) o CLAESSENS *et al.* (2011).

(12) REINHART y ROGOFF (2011) han constatado la incidencia del endeudamiento público y privado en la génesis de las crisis financieras. Los resultados de su trabajo muestran que el crecimiento de la deuda externa anticipa las crisis bancarias y que estas últimas preceden a las crisis de deuda soberana.

(13) Son también conocidos como modelos de síntesis neoclásica o de paradigma nekeynesiano. El término «DSGE Models» fue acuñado por KYDLAND y PRESCOTT (1982) en su contribución seminal a la denominada teoría del ciclo real de negocios.

(14) Como señala DE LA DEHESA (2009), los bancos centrales utilizan mayoritariamente para su toma de decisiones, los llamados modelos dinámicos estocásticos de equilibrio general, en los que no tienen cabida las burbujas de los precios de los activos financieros e inmobiliarios y sus desplomes consiguientes, ni tampoco desempeñan ningún papel en dichos modelos los mercados financieros.

(15) Como señala VENDRELL (2007) en su tesis doctoral, ante las condiciones crediticias favorables ofrecidas por la banca —es decir, ante tipos de interés bajos o curvas de tipos descendentes— las empresas españolas han venido aumentando su nivel de endeudamiento a largo plazo a partir del año 1998, en consonancia con los postulados de la teoría del *pecking-order* y con las prácticas que muchos directivos o ejecutivos dicen seguir en sus empresas.

(16) Se argumenta que «en la medida en que a partir de un determinado volumen la elasticidad de las fuentes ajenas de financiación es superior a la de los recursos propios, el aumento en la inversión durante una fase expansiva conlleva, normalmente, un mayor recurso al endeudamiento» (CNMV, 2010).

(17) Para ello se ha utilizado la aplicación «Agregados Sectoriales», integrada en la página web [www.bde.es](http://www.bde.es), y en la que se facilitan detalles adicionales a los ofrecidos en la monografía *Resultados Anuales*, por sectores de actividad y tamaño de las empresas. La clasificación utilizada por el Banco de España califica a la empresa de pequeña si dispone de hasta 50 empleados, mediana de 50 a 249, y grande de 250 empleados o adelante.

(18) Se define el agregado monetario M3 como la suma del efectivo en manos del público, depósitos a la vista, depósitos a plazo, participaciones en fondos del mercado monetario, instrumentos del mercado monetario,

cesiones temporales y otros tipos de operaciones de hasta dos años.

(19) Tal y como se refleja en el estudio sobre el endeudamiento de las sociedades no financieras españolas publicado en el *Boletín Económico* del Banco de España en 2010, el recurso de las empresas no financieras españolas a la financiación externa avanzó a ritmos muy elevados, superiores a los del PIB y a los de las rentas generadas por el sector (FRAILE y MARTÍNEZ, 2010). Esta misma conclusión es respaldada por otros estudios sobre la financiación de la empresa española como los de SALAS y ROSELL (2010) o el informe de la CNMV (2010).

(20) Precisamente, en febrero de 2012, la Comisión Europea hace público los resultados del primer análisis de desequilibrios macroeconómicos de la Unión Europea, en los que España suspende en 6 de 10 indicadores analizados. El segundo de ellos, por orden de importancia, consiste en la existencia de un nivel de deuda privada que representa el 220 por 100 del PIB, frente a un límite del 160 por 100.

(21) La información sobre las tasas de crecimiento anual de los distintos tipos de activos es extraída directamente de los cuadros elaborados por la Central de Balances del Banco de España en los Resultados Anuales de 2010 y años anteriores, por lo que remitimos directamente a dicha fuente para su consulta.

(22) Se define la tasa de crecimiento sostenible,  $g$ , como la proporción de la rentabilidad financiera que es reinvertida en la empresa,  $RFIN.b$ , siendo  $b$  el porcentaje de beneficios retenidos por la empresa para su reinversión. En virtud de la descomposición de la rentabilidad financiera en función de la rentabilidad económica y del efecto apalancamiento, el crecimiento sostenible puede ser expresado como sigue en función de sus componentes de crecimiento intrínseco y extrínseco (AZOFRA y FERNÁNDEZ, 1992):

$$g = REC.b + (REC - f) \frac{D}{FF} b - \frac{Imptos}{FF} b$$

Siendo  $REC$  la rentabilidad económica,  $i$  el tipo de interés de la deuda,  $D$  el volumen de deuda y  $FP$  fondos propios.

(23) El ya aludido informe de la CNMV (2010) permite corroborar esta fuerte dependencia de la pyme respecto del crédito bancario, argumentándose que el recurso a la financiación bancaria fue, en promedio, durante el período 2000-2009, 1,8 veces superior al de la gran empresa. En dicho informe puede encontrarse también un análisis exhaustivo de las distintas vías de financiación disponibles para las pymes, así como de los retos que la financiación de este grupo de empresas ha de abordar en un escenario post-crisis.

## BIBLIOGRAFÍA

AZOFRA, V. (1986), «Bases para un modelo explicativo de la estructura de capital de la empresa», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 15(49): 193-222.

AZOFRA, V., y FERNÁNDEZ, A. I. (1992), «Beneficios empresariales, autofinanciación e inversión», *Papeles de Economía Española*, 52/53: 315-330.

AZOFRA, V., y DE MIGUEL, A. (1990), «La interrelación de las decisiones financieras en la gran empresa industrial española», *Investigaciones Económicas*, Suplemento 1990: 159-166.

BAKER, M., y WURGLER, J. (2002), «Market timing and capital structure», *The Journal of Finance*, 57: 1-30.

BANCO DE ESPAÑA (2011 y anteriores), *Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras españolas*, Banco de España, Eurosistema, Madrid.

BENITO, A. (2003), «The Capital Structure decisions of firms: is there a pecking order?», *Servicio de Estudios del Banco de España, Documento de Trabajo*, n.º 0310.

BERGÉS, A., y MARAVALL, F. (1985), «Decisiones de inversión y decisiones de financiación en la empresa industrial española», *Investigaciones Económicas*, 26: 5-19.

BERNANKE, B. S., y GERTLER, M. (1995), «Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission», *Journal of Economic Perspectives*, 9(4): 27-48.

BHAMRA, H. S.; KUEHN, L. A., y STREBULAEV, I. A. (2010), «The Levered Equity Risk Premium and Credit Spreads: A Unified Framework», *Review of Financial Studies*, 23: 645-703.

BOOTH, L.; AIVAZIAN, V. A.; DEMIRGUC-KUNT, A., y MAKSIMOVIC, V. (2001), «Capital structures in developing countries», *Journal of Finance*, 56(1): 87-130.

BORDO, M. D., y HAUBRICH, J. G. (2010), «Credit crises, money and contractions: An historical view», *Journal of Monetary Economics*, 57(1): 1-18.

BORIO, C. (2011), «Rediscovering the macroeconomic roots of financial stability policy: journey, challenges and a way forward», *BIS Working Papers*, 354: 1-37.

BRADLEY, M.; JARREL, G. A., y KIM, E. H. (1984), «On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence», *Journal of Finance*, 39(3): 857-878.

CAPRIO, G. (2009), «Financial Regulation in a Changing World: Lessons from the Recent Crisis», *Working Paper Series*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1548513>.

CASASOLA, M. (2003), *Efecto de la política de inversión bancaria en la estructura de capital de las empresas españolas*, Tesis doctoral, Universidad Carlos III.

CHANG, X., y DASGUPTA, S. (2009), «Target Behavior and Financing: How Conclusive

<p>Is the Evidence?», <i>The Journal of Finance</i>, 64(4): 1767-1796.</p> <p>CLAESSENS, S.; KOSE, M. A., y TERRONES, M. E. (2011), «How Do Business and Financial Cycles Interact?», <i>CEPR Discussion Paper</i>, N.º DP8396, disponible en SSRN: <a href="http://ssrn.com/abstract=1853125">http://ssrn.com/abstract=1853125</a>.</p> <p>CNMV (2010), «La financiación empresarial en España: tendencia y retos futuros», <i>Comisión Nacional del Mercado de Valores, Informe Anual</i>, 47-73.</p> <p>DEANGELO, H., y ROLL, R. W. (2011), «How Stable are Corporate Capital Structures?», disponible en SSRN: <a href="http://ssrn.com/abstract=1784204">http://ssrn.com/abstract=1784204</a>.</p> <p>DEHESA, G. DE LA (2009), <i>La primera gran crisis financiera del siglo XXI. Orígenes, detonantes, efectos, respuestas y remedios</i>, Alianza Editorial, Madrid.</p> <p>DEMIRGÜÇ-KUNT, A., y MAKSIMOVIC, V. (1999), «Institutions, financial markets and firm debt maturity», <i>Journal of Financial Economics</i>, 54: 295-336.</p> <p>DENIS, D. J., y MCKEON, S. B. (2012), «Debt Financing and Financial Flexibility: Evidence from Pro-active Leverage Increases», <i>Review of Financial Studies</i>, 25(6): 1897-1929.</p> <p>FAMA, E. F., y FRENCH, K. R. (2002), «Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt», <i>Review of Financial Studies</i>, 15(1): 1-33.</p> <p>FERNÁNDEZ, F. (2010), «Crisis financiera, crisis real y competitividad de la economía española», <i>Cuadernos de pensamiento político</i>, 37: 37-60.</p> <p>FISCHER, E. O.; HEINKEL, R., y ZECHNER, J. (1989), «Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests», <i>The Journal of Finance</i>, 44(1): 19-40.</p> <p>FLANNERY, M., y RANGAN, K. (2006), «Partial Adjustment toward Target Capital Structures», <i>Journal of Financial Economics</i>, 79(3): 469-506.</p> <p>FRAILE, A., y MARTÍNEZ, C. (2010), «El endeudamiento de las sociedades no financieras españolas. Evolución temporal y comparación con el área del euro», <i>Boletín Económico del Banco de España</i>, mayo: 50-63.</p> <p>FRANK, M. Z., y GOYAL, V. K. (2004), «The effect of market conditions on capital structure adjustment», <i>Finance Research Letters</i>, 1(1): 47-55.</p> <p>— (2007), «Trade-off and Pecking Order Theories of Debt», <i>Working Paper Series</i>, disponible en SSRN: <a href="http://ssrn.com/abstract=670543">http://ssrn.com/abstract=670543</a>.</p> <p>— (2009), «Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?», <i>Financial Management</i>, 38: 1-37.</p>	<p>GERTLER, M., y GILCHRIST, S. (1993), «The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism: Arguments and Evidence», <i>Scandinavian Journal of Economics</i>, 95(1): 43-64.</p> <p>— (1994), «Monetary Policy, Business Cycles, and the Behavior of Small Manufacturing Firms», <i>Quarterly Journal of Economics</i>, 109(2): 309-340.</p> <p>GOLDSTEIN, R.; JU, N., y LELAND, H. (2001), «An EBIT-Based Model of Dynamic Capital Structure», <i>Journal of Business</i>, 74(4): 483-512.</p> <p>GONZÁLEZ, V., y GONZÁLEZ, F. (2008), «Influence of Bank Concentration and Institutions on Capital Structure: New International Evidence», <i>Journal of Corporate Finance</i>, 14: 363-375.</p> <p>GRAHAM, J., y HARVEY, C. (2001), «How Do CFOs Make Capital Budgeting And Capital Structure Decisions?», <i>Journal of Applied Corporate Finance</i>, 15(1): 8-23.</p> <p>GRAHAM, J. R., y LEARY, M. T. (2011), «A review of empirical capital structure research and directions for the future», <i>Annual Review of Financial Economics</i>, 3: 309-345.</p> <p>GUNGORAYDINOGLU, A., y ÖZTEKIN, Ö. (2011), «Firm- and country-level determinants of corporate leverage: Some new international evidence», <i>Journal of Corporate Finance</i>, 17(5): 1457-1574.</p> <p>HACKBART, D.; MIAO, L., y MORELLEC, E. (2006), «Capital structure, credit risk, and macroeconomic conditions», <i>Journal of Financial Economics</i>, 82: 519-550.</p> <p>HALLING, M.; YU, J., y ZECHNER, J. (2011), «Leverage Dynamics Over the Business Cycle», <i>AFA 2012 Chicago Meetings Paper</i>, disponible en SSRN: <a href="http://ssrn.com/abstract=1762289">http://ssrn.com/abstract=1762289</a>.</p> <p>HANOUSEK, J., y SHAMSHUR, A. (2011), «A stubborn persistence: Is the stability of leverage ratios determined by the stability of the economy?», <i>Journal of Corporate Finance</i>, 17(5): 1360-1376.</p> <p>HARRIS, M., y RAVIV, A. (1991), «The theory of capital structure», <i>The Journal of Finance</i>, 46(1): 297-355.</p> <p>HEATON, J. (2002), «Managerial optimism and corporate finance», <i>Financial Management</i>, 31: 33-45.</p> <p>HOVAKIMIAN, A.; OPLER, T., y TITMAN, S. (2001), «The Debt-Equity Choice», <i>The Journal of Financial and Quantitative Analysis</i>, 36(1): 1-24.</p> <p>HUANG, R., y RITTER, J. (2009), «Testing theories of capital structure and estimating the speed of adjustment», <i>Journal of Financial and Quantitative Analysis</i>, 44: 237-271.</p>	<p>HUME, M., y SENTANCE, A. (2009), «The global credit boom: Challenges for macroeconomics and policy», <i>Journal of International Money and Finance</i>, 28(8): 1426-1461.</p> <p>JENSEN, M. C. (1986), «Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers», <i>American Economic Review</i>, 76(2): 323-329.</p> <p>JORDÀ, O.; SCHULARIK, M., y TAYLOR, A. M. (2011), «When Credit Bites Back: Leverage, Business Cycles, and Crises», <i>NBER Working Paper</i>, 17261.</p> <p>KAYHAN, A., y TITMAN, S. (2007), «Firms' histories and their capital structures», <i>Journal of Financial Economics</i>, 83(1): 1-32.</p> <p>KYDLAND, F. E., y PRESCOTT, E. C. (1982), «Time to Build and Aggregate Fluctuations», <i>Econometrica</i>, 50(6): 1345-1370.</p> <p>KORAJCZYK, R., y LEVY, A. (2003), «Capital structure choice: Macroeconomic conditions and financial constraints», <i>Journal of Financial Economics</i>, 68: 75-109.</p> <p>KRAUS, A., y LITZENBERGER, R. H. (1973), «A state-preference model of optimal financial leverage», <i>The Journal of Finance</i>, 28(4): 911-922.</p> <p>LEMMON, M. L.; ROBERTS, M. R., y ZENDER, J. F. (2008), «Back to the beginning: Persistence and the cross-section of corporate capital structure», <i>The Journal of Finance</i>, 63(4): 1575-1608.</p> <p>LEVY, A., y HENNESSY, C. (2007), «Why Does Capital Structure Choice Vary with Macroeconomic Conditions?», <i>Journal of Financial Economics</i>, 54: 1545-1564.</p> <p>MARSH, A. (1982), «The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study», <i>The Journal of Finance</i>, 37(1): 121-144.</p> <p>MATO, G. (1990), «Un análisis econométrico de la política de endeudamiento de las empresas con datos de panel», <i>Investigaciones Económicas</i>, 14(1): 63-83.</p> <p>MENDOZA, E. G., y TERRONES, M. E. (2008), «An Anatomy Of Credit Booms: Evidence From Macro Aggregates And Micro Data», <i>NBER Working Paper</i>, N.º 14049.</p> <p>MENÉNDEZ, S., y GONZÁLEZ, F. (1996), «Implicaciones de las teorías de agencia, señales y fiscales sobre la estructura de capital: Un contraste en el mercado español de capitales», <i>Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa</i>, 5(1): 15-24.</p> <p>MIGUEL, A. DE, y PINDADO, J. (2001), «Determinants of capital structure: new evidence from Spanish panel data», <i>Journal of Corporate Finance</i>, 7: 77-79.</p> <p>MODIGLIANI, F. (1984), «Introduction», en ABEL A. (ed.), <i>The collected papers of Franco Modigliani</i>, Vol. 3, MIT Press, Cambridge, MA.</p>
---	--	--



<p>MODIGLIANI, F., y MILLER, M. (1958), «The cost of capital, corporation finance and the theory of investment», <i>American Economic Review</i>, 48: 261-297.</p> <p>MYERS, S., y MAJLUF, N. (1984), «Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have», <i>Journal of Financial Economics</i>, 13: 187-221.</p> <p>MYERS, S. C. (2001), «Capital Structure», <i>The Journal of Economic Perspectives</i>, 15(2): 81-102.</p> <p>—(1984), «The capital structure puzzle», <i>The Journal of Finance</i>, 39(3): 575-592.</p> <p>PÉREZ, F. (2010), «España ante la crisis: condicionantes internos y externos», <i>Mediterráneo Económico</i>, 18: 1-19.</p> <p>RAJAN, R., y ZINGALES, L. (1995), «What do we know about capital structure? Some evidence from international data», <i>The Journal of Finance</i>, 50(5): 1421-1460.</p>	<p>REINHART, C. M., y REINHART, V. R. (2010), «After the Fall», <i>NBER Working Paper</i>, N.º 16334.</p> <p>REINHART, C. M., y ROGOFF, K. S. (2009), «The Aftermath of Financial Crises», <i>American Economic Review</i>, 99(2): 466-472.</p> <p>— (2011), «From Financial Crash to Debt Crisis», <i>American Economic Review</i>, 101: 1676-1706.</p> <p>RUBIO, G., y SOGORB, F. (2011), «The Adjustment to Target Leverage of Spanish Public Firms: Macroeconomic Conditions and Distance from Target», <i>Revista de Economía Aplicada</i>, 57: 35-63.</p> <p>SALAS, V., y ROSELL, J. (2010), «Financiación de la empresa española (1983-2008)», <i>Perspectivas del Sistema Financiero</i>, 100: 75-88.</p> <p>SCHULARIK, M., y TAYLOR, A. (2012), «Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870-2008», <i>American Economic Review</i>, en prensa.</p>	<p>SHYAM-SUNDER, L., y MYERS, S. C. (1999), «Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure», <i>Journal of Financial Economics</i>, 51: 219-244.</p> <p>STULZ, R. (1990), «Managerial discretion and optimal financing policies», <i>Journal of Financial Economics</i>, 26(1): 3-27.</p> <p>TAGGART, R. A. JR. (1977), «A Model of Corporate Financing Decisions», <i>The Journal of Finance</i>, 32(5): 1467-1484.</p> <p>TITMAN, S., y WESSELS, R. (1988), «The Determinants of Capital Structure Choice», <i>Journal of Finance</i>, 43(1): 1-19.</p> <p>VENDRELL, A. (2007), <i>La dinámica de la estructura de capital. Evidencia para la empresa industrial española</i>, Tesis doctoral, Universidad de Lleida.</p> <p>WELCH, I. (2004), «Capital Structure and Stock Returns», <i>Journal of Political Economy</i>, 112(1): 106-131.</p>
---	--	---