

## LECCIONES DE LA CRISIS. HACIA UN NUEVO ENFOQUE EN EL ANÁLISIS DEL PROCESO DE ENDEUDAMIENTO EMPRESARIAL

BEGOÑA ÁLVAREZ GARCÍA / LUCÍA BOEDO VILABELLA / DOLORES LAGOA VARELA  
Universidad de A Coruña

Recibido: 14 de febrero de 2012

Aceptado: 7 de mayo de 2012

**Resumen:** Uno de los aspectos cruciales de la actual crisis es el excesivo endeudamiento adquirido por los diversos agentes de la economía. Llama la atención que en el período de expansión, en el que la deuda asumida iba aumentando, no se alertara de forma perceptible desde los ámbitos académico, institucional y divulgativo sobre el riesgo que se estaba asumiendo y sus consecuencias. Ello permite concluir que una de las lecciones de la crisis es que el tratamiento del estudio del proceso de endeudamiento no ha sido el adecuado. En este trabajo se describen los diferentes enfoques desde los que se ha analizado el endeudamiento y se sientan las bases para proponer un nuevo enfoque que integra y amplía los anteriores. El trabajo finaliza con la presentación de un estudio empírico sobre la evolución temporal del endeudamiento empresarial en España y su comparación con diversos países de su entorno.

**Palabras clave:** Endeudamiento empresarial / Estructura de capital / Factores institucionales / Factores culturales / Factores empresariales / Factores sociológicos / Crisis de la deuda en Europa.

### LESSONS FROM DE DEBT CRISES: THE NEED FOR A NEW APPROACH TO THE STUDY OF FIRM LEVERAGE

**Abstract:** One of the crucial aspects of the current crisis is the excessive leverage taken on board by the different agents working in the economy. This accumulation of debt is now all too evident and its pernicious effects are being analysed in a multitude of studies. During the expansive cycle, neither institutions nor academics warned of the unravelling scenario and its possible consequences. Hence, the recent crisis should lead us to speculate whether or not the financial leverage in system has been dealt with adequately, or even properly understood. This paper describes previous theoretical approaches to decision taking for capital structure and suggests a new focus which integrates all of them. The second part of the paper investigates the evolution of companies' banking debt in Spain for the period 2000 to 2009 and compares this evolution with that of other European countries (in particular Portugal, Italy, France and Germany).

**Keywords:** Enterprises debt finance / Leverage / Capital structure / Institutional factors / Cultural factors / Sociological factors / Firm-specific factors / Debt crises in Europe.

## 1. INTRODUCCIÓN

Uno de los aspectos diferenciales y desencadenantes de la actual crisis es el excesivo endeudamiento adquirido por los diversos agentes de la economía: empresas, gobiernos y familias, endeudamiento que se fue engrosando de forma progresiva y paulatina a lo largo de todo el período de expansión.

La acumulación imprudente de fondos prestados se muestra ahora evidente, y sus perjudiciales efectos son objeto de estudio en multitud de informes y trabajos. No obstante, llama la atención que en todo este período en el que el endeudamiento iba aumentando, no se alertara del proceso en curso ni de sus posibles consecuencias futuras. En efecto, ni los bancos centrales, ni los gobiernos, ni los

diversos institutos de estudio y observación, ni las instituciones de control o supervisión, ni los medios de información, denunciaron el proceso que se estaba generando o, al menos, no se produjo un movimiento perceptible de aviso de esa situación. Esto es, si cabe, más grave si tenemos en cuenta que el nivel de deuda ha sido un tema clásico de estudio desde todos los ámbitos mencionados. Esto nos hace concluir que una de las lecciones que la crisis nos ha dejado es que el tratamiento del estudio del proceso de endeudamiento no ha sido el adecuado. Ahora se hace patente que el análisis del endeudamiento se realizó de un modo fragmentado e incompleto, esto es, sin relacionar unos enfoques con otros, y obviando aspectos del endeudamiento que hoy se consideran muy importantes, como la “financiarización” de la economía o los aspectos macroeconómicos y sociológicos relacionados con la deuda. Además, en muchas ocasiones los análisis teóricos se realizaban separadamente de los empíricos, y estos últimos se limitaban en la mayoría de los casos a mostrar una evolución reciente o a realizar un análisis estático de los factores asociados a un mayor o menor endeudamiento de las empresas.

Este trabajo pretende ser un primer paso en la superación de este enfoque de tipo estático y aislado por otro que contempla el endeudamiento como una decisión inmersa en una realidad dinámica y compleja. Se propone e incide en la importancia de implantar un nuevo marco de estudio de la deuda, tanto desde un punto de vista teórico como empírico. En el plano teórico este nuevo enfoque ha de ampliar e interrelacionar los diversos puntos de vista desde los que se analiza el endeudamiento. En el plano empírico es necesario avanzar hacia estudios más amplios y comprometidos en los que se analice el porqué de un recorrido; se comparen economías, empresas y sectores; se anticipen tendencias futuras; y en los que se alerte frente a situaciones desestabilizadoras.

Para ello, el artículo se organiza de la siguiente manera. En la sección 2 se describen las diferentes perspectivas desde las que se ha abordado el estudio de la decisión de endeudamiento, y se justifica la necesidad de avanzar en una nueva línea que permita englobar todas las vigentes y recoger toda la problemática inherente a la decisión de asumir deuda. En la sección 3 se presenta un estudio empírico que examina cómo ha sido el crecimiento de la deuda empresarial en nuestro país, y compara esta evolución con la de otros países de nuestro entorno. En la sección 4 se enuncian las conclusiones finales y se describe la envergadura y el enfoque de la investigación sobre este tema iniciada por las autoras.

En esta aportación nuestro principal objetivo es exponer una nueva visión desde la que se debe abordar el estudio de la deuda y mostrar unos primeros resultados. Los datos que manejamos permitirán ampliar y completar este estudio desde muchas perspectivas como, entre otras, por qué se han producido los diferentes recorridos de endeudamiento, en qué sectores y tipos de empresas, qué factores explican en mayor medida esta evolución, o cuál puede ser la tendencia en el futuro.

## **2. DIFERENTES PERSPECTIVAS DESDE LAS QUE SE PUEDE ABORDAR LA DECISIÓN DE ENDEUDAMIENTO**

El estudio de la decisión de asumir deuda como modo de financiación se ha hecho básicamente desde tres perspectivas: financiera, económica y sociológica. Los dos primeros enfoques son, sin duda, los más importantes, mientras que el tercero, a pesar de ser un enfoque menor, ha ido adquiriendo fuerza en los últimos tiempos.

La perspectiva financiera se centra principalmente en cómo y por qué las empresas deciden adquirir deuda, y en qué factores les permiten asumir una ratio mayor. La perspectiva económica –o, más bien, macroeconómica– lo hizo en la deuda adquirida a nivel agregado por los diversos agentes de la economía –empresas, gobiernos y familias–, en el ahorro que la economía genera y en el desequilibrio que ello supone en cada país. Un último enfoque más reciente y por el momento menos desarrollado es el relativo a cuestiones institucionales, culturales y sociológicas relacionadas con el endeudamiento.

Estas tres formas de abordar el problema se han tratado como compartimentos estancos: el primer enfoque ha sido un tema clásico de investigación a nivel académico en el área de las finanzas empresariales; a nivel macroeconómico y agregado, el endeudamiento ha sido tratado por gobiernos, bancos centrales y otras instituciones; el enfoque cultural y sociológico solo empezó a ser tenido en cuenta en los últimos años y se ha desarrollado en ámbitos divulgativos, aunque últimamente también es notable la publicación de estudios más rigurosos de tipo académico e institucional.

En este trabajo nos limitamos al estudio del endeudamiento de las empresas, aunque probablemente muchos de los razonamientos sean aplicables a familias y gobiernos. En primer lugar, se describirá cómo ha ido evolucionando el estudio de la toma de las decisiones financieras en el seno de la empresa, partiendo de un primer enfoque puramente empresarial para, posteriormente, incluir aspectos de naturaleza institucional y cultural de cada país, así como variables macroeconómicas. Por último, nos detendremos en la visión sociológica de la decisión de asumir deuda. Con ello se pretenden establecer las bases del nuevo enfoque sobre el que se ha de asentar el estudio del endeudamiento: con diversos ángulos que es preciso conocer y relacionar.

Con respecto a la literatura empírica, los estudios han consistido fundamentalmente en la observación de una evolución temporal o en un estudio de tipo transversal sobre factores empresariales que determinan mayores o menores volúmenes de deuda. Eran escasos los estudios que establecían comparativas para detectar posibles excesos de deuda en una empresa, sector o país, o que analizaban el porqué de una tendencia, y casi inexistentes los estudios en los que se trataban de anticipar tendencias futuras o en los que se alertaba de los desequilibrios que se estaban produciendo o que previsiblemente se producirían. El estudio empírico que presentamos pretende ser una primera contribución en esta línea.

## 2.1. UN PRIMER ENFOQUE: LOS FACTORES EMPRESARIALES COMO DETERMINANTES DE SU ESTRUCTURA DE CAPITAL

El célebre trabajo de Modigliani y Miller (1958) inició una importante línea de investigación en el campo de las finanzas, que se centra en la decisión de endeudamiento de las empresas. Modigliani y Miller demuestran que las decisiones financieras son, en realidad, irrelevantes: la estructura de capital no afecta ni a la cuantía ni a la variabilidad de los resultados, sino simplemente a cómo este resultado se distribuye entre los que realizan aportaciones de capital –accionistas– y entre los que realizan aportaciones de deuda –prestamistas–. Cualquier combinación del pasivo es, a efectos de su repercusión sobre la estructura económica, indiferente. No es posible aumentar el valor de la empresa a través de decisiones de financiación, sino solo por lo acertadas que resulten las decisiones de inversión.

La “teoría de la irrelevancia” partía de una serie de supuestos muy alejados de la realidad en la que operan las empresas, y fue la sucesiva relajación de estas hipótesis la que conformó la denominada “teoría de la estructura de capital óptima”. Esta teoría establece que cada empresa, en función de sus características, tiene una determinada composición del pasivo que le permite maximizar su valor. La empresa debe alcanzar y mantener este nivel de endeudamiento óptimo.

La primera explicación fue la “teoría del *trade off*” o intercambio entre las ventajas fiscales de la deuda y los costes de quiebra (Miller, 1977; De Angelo y Masulis, 1980). De esta primera aproximación se derivaron ya una serie de factores que permitían a una empresa tener un volumen de deuda óptimo mayor o menor como, por ejemplo, las ventajas fiscales adicionales a la deuda que pudiese aplicar o el mayor riesgo económico de su negocio. En los años noventa los costes de quiebra fueron sustituidos por los costes de dificultades financieras, que reconocen que los costes para la empresa se producen no desde el momento en que entra en una situación concursal, sino desde el momento en que tiene dificultades para atender puntualmente sus pagos –y los diferentes grupos externos con intereses en la empresa anticipan el perjuicio que ello les puede suponer– (John, 1993).

Este nuevo concepto no contempló expresamente el problema de la asimetría de información entre los que toman las decisiones dentro de la empresa –gerencia– y todos aquellos grupos externos con intereses en ella: accionistas, acreedores, proveedores e, incluso, trabajadores y clientes. En efecto, este perjuicio puede ser muy acusado para estos grupos externos si, al amparo de esta asimetría de información, la gerencia actúa en su propio beneficio –o en el de los propietarios– en detrimento de otros grupos.

Este razonamiento es el punto de partida de una serie de importantísimas teorías de la estructura de capital: la “teoría de la agencia”, la “teoría de los *stakeholders*”, la “teoría del orden de preferencias” (*pecking order hypothesis*) y la “teoría gerencial”, que proporcionaron hipótesis muy interesantes sobre los factores que permiten a una empresa tener una estructura de capital óptima con un mayor o menor vo-

lumen de deuda como, entre otras muchas, la generación de *free cash flow*, el porcentaje de propiedad de la gerencia o las oportunidades de crecimiento de la empresa. Algunas de las aportaciones germinales y clásicas de estos enfoques son las de Jensen y Meckling (1976), Grossman y Hart (1982), Jensen (1986), Smith y Warner (1979), Diamond (1989), Altman (1984), Cornell y Shapiro (1987), Ross (1977), Leland y Pyle (1977), Myers y Majluf (1984) o Myers (1984).

Actualmente está plenamente aceptado que para cada empresa existe una estructura objetivo en función de sus propias características. Se conocen, pues, a nivel académico y normativo qué variables –rentabilidad, riesgo económico, estructura de su activo, tamaño– permiten a la empresa adquirir una ratio de endeudamiento mayor. El efecto de estas variables ha sido contrastado en multitud de estudios empíricos cuya estructura ha sido muy homogénea: estudios de tipo transversal en los que la ratio de endeudamiento se hacía depender de diversas variables empresariales, cuya significancia y signo permitía el apoyo de uno u otro enfoque teórico. Para el caso español podemos citar los trabajos de Saá (1991), Menéndez y González (1996), Maroto y Melle (2000), Menéndez Requejo (2001), Boedo y Calvo (1997), Boedo e Iglesias (2004, 2005), De Andrés Alonso *et al.* (2005), Acedo *et al.* (2005) o Jiménez y Palacín (2007). Aunque algunos estudios son más complejos y permiten introducir en cierto modo el dinamismo de la decisión de endeudamiento, en ninguno de ellos se entró a valorar si las ratios de endeudamiento observadas eran o no adecuadas, cómo había sido la evolución del endeudamiento de las empresas y por qué, etcétera.

A partir de la segunda mitad de la década de 1990 comienzan a aparecer estudios internacionales en los que se comparan las diferencias en la estructura de capital entre países (Rajan y Zingales, 1995; Demirgüç-Kunt y Maksimovic, 1999) como un primer reconocimiento de que no en todas las circunstancias los factores determinantes de la estructura de capital son los mismos. No obstante, no fue hasta este siglo cuando empezaron a aparecer las primeras publicaciones que incluyen como factores determinantes del endeudamiento variables representativas del entorno institucional, cultural y macroeconómico en el que opera la empresa.

## 2.2. LA INCLUSIÓN DE VARIABLES INSTITUCIONALES Y MACROECONÓMICAS

Las empresas operan en entornos institucionales –y culturales– muy diferentes, y estas características afectan también a su grado de endeudamiento. Un primer problema para la inclusión de estas variables es su dificultad de medición: ¿cómo medir la fortaleza del sistema legal o el grado de regulación bancaria de un país, por ejemplo? Los trabajos de La Porta *et al.* (1997, 1998) fueron los pioneros en la propuesta de unidades de medida de factores de naturaleza institucional a través de índices agregativos. Muchas investigaciones posteriores utilizaron estos mismos índices o bien, con el mismo procedimiento, crearon otros nuevos.

Uno de estos trabajos es el realizado por Utrero González (2007), en el que como factores determinantes del endeudamiento incluye, además de las variables empresariales clásicas –rentabilidad, estructura del activo, oportunidades de crecimiento o ahorro fiscal alternativo a los intereses de la deuda–, otras de carácter institucional: el grado de protección de los acreedores, el grado de protección de los accionistas, los requisitos de información pública de las empresas y el nivel de regulación bancaria. Todos los coeficientes de estas variables resultaron significativos. Un sistema con mayor protección de los accionistas incentiva la inversión mediante la emisión de acciones, lo que reduce el apalancamiento de las empresas.

Por el contrario, una legislación que otorga especial protección a los acreedores tiene un efecto positivo sobre el nivel de deuda, lo que justifica la mayor predisposición de las entidades a prestar en entornos en los que su protección es superior. Una regulación bancaria más estricta tiene también un efecto positivo, lo que reflejaría que la menor competencia entre los bancos facilita el establecimiento de relaciones duraderas con las empresas, y esto permite disminuir los costes de agencia de la deuda. Por último, se observa que el grado de exigencia de la información que han de hacer públicas las empresas tiene un efecto negativo. El estudio se realiza con la base de datos BACH e incluye a once países: Austria, Bélgica, Dinamarca, Francia, Alemania, Italia, Estados Unidos, Japón, Holanda, Portugal y España; en los casos de Estados Unidos y Japón el estudio se realiza para el período 1990-1999 y para el sector industrial.

Otro trabajo muy interesante en esta línea es el de De Jong *et al.* (2008). Estos autores comprueban, en primer lugar, que el efecto de las variables empresariales no es el mismo en todos los países, y en una segunda fase del estudio examinan la influencia de las variables institucionales tanto directamente sobre la estructura financiera como indirectamente a través de su efecto sobre las variables empresariales. Incluye los siguientes factores institucionales y macroeconómicos: el grado de desarrollo y eficiencia del funcionamiento del sistema judicial, el desarrollo del mercado de acciones y del mercado de bonos, la protección de accionistas y acreedores, la formación bruta de capital y el crecimiento del PIB. Utiliza datos de cuarenta y dos países de la base de datos Compustat para el período 1997-2001. Algunos resultados interesantes son la influencia positiva del crecimiento económico medido a través del PIB, y la negativa del grado de protección del acreedor. Este resultado, que es contrario a la hipótesis que los propios autores presentan –y al resultado obtenido previamente por Utrero González (2007)–, se justifica porque esta mayor protección otorga a los bancos más poder de presión sobre las empresas, lo que provoca en estas una mayor reticencia a pedir prestado. El trabajo muestra también que todas estas variables institucionales tienen un importante efecto sobre las características empresariales –en la estructura de su activo o en su tamaño–, por lo que tienen una notable influencia indirecta sobre su endeudamiento.

Un trabajo que destaca la importancia de las condiciones del entorno sobre el endeudamiento de las empresas es el de Gungoraydinoglu y Öztekin (2011), en el que se incluye una amplia relación de variables relativas a los países, entre las que se pueden señalar su presión fiscal, la eficiencia de los procesos de quiebra –recursos, tiempo que consume su resolución–, o los índices de medida de la protección del acreedor y de los accionistas, así como variables que miden la calidad de los gobiernos y de las instituciones como, por ejemplo, la corrupción, el riesgo regulatorio o el funcionamiento del sistema legal, incluyendo también el efecto de la inflación y del crecimiento del PIB. Su principal resultado es la mayor relevancia explicativa de los factores empresariales –un 63% de la variación del nivel del deuda–, frente a los factores institucionales. Con respecto a estos últimos, se observa que el endeudamiento es mayor en los países con regulaciones que impliquen procesos de quiebra menos costosos, con mayor protección del acreedor, mayor transparencia informativa de las empresas y mayor presión fiscal. El estudio empírico se realiza para el período 1991-2006 y para treinta y siete países. A pesar de utilizar un período temporal tan dilatado, el estudio es de tipo transversal, sin realizar una valoración de cómo ha evolucionado la financiación con deuda a lo largo del tiempo.

Una excelente investigación que sí incluye un examen de la trayectoria temporal del endeudamiento y de otras variables es el de Frank y Goyal (2009), que es uno de los estudios más completos publicados en los últimos años de los enmarcados en la “teoría de la estructura de capital”. El período temporal comprende desde el año 1950 hasta el 2003, que separa en cinco décadas y en un último tramo formado por los años 2000 a 2003. Esto permite estudiar cómo han variado los diferentes componentes del balance y de la cuenta de resultados, y también comprobar si los factores determinantes del endeudamiento se mantienen o si varían en el tiempo. Incluye factores empresariales, institucionales y macroeconómicos. De nuevo, observa la mayor importancia relativa de los factores de las empresas, cómo ha variado el efecto de cada una de ellas a lo largo del tiempo y la influencia del sector al que pertenece la empresa. Entre los factores del entorno, el más importante es la tasa de inflación. El estudio solo incluye empresas norteamericanas que cotizan en bolsa.

Por último, se puede destacar el trabajo de Marqués, Nieto y Del Río (2007), que se centra en el efecto de variables macroeconómicas. En el período temporal analizado (1990-2004) se observa la desaceleración del crédito bancario hasta el año 1995 y el inicio, a partir de entonces, de un crecimiento continuado y acusado: en el período 1996-2004 se duplica la ratio deuda/resultados. Sin embargo, la evolución descendente de los tipos de interés impide que la ratio intereses/resultados tenga el mismo comportamiento. El trabajo empírico consiste en un modelo uniecuacional que analiza la contribución de las variables PIB (+), tipo de interés (-), índice general de la Bolsa de Madrid (-) y excedente bruto de explotación (EBE) (-) al crecimiento interanual del crédito bancario en España. Los resultados son los

que figuran entre paréntesis, siendo el efecto del tipo de interés el más importante, mientras que la evolución de la bolsa y el excedente bruto de explotación presentan una contribución reducida.

### **2.3. UN ÚLTIMO GRUPO DE TRABAJOS QUE INCLUYEN FACTORES SOCIOLOGICOS Y QUE PROPONEN MODELOS DE ALERTA FRENTE A FUTURAS CRISIS**

Por último, cabe destacar un grupo de trabajos que incluyen aspectos que se podrían catalogar como sociológicos. En efecto, la decisión de endeudamiento no solo es producto de una coyuntura económica, de las características de la propia empresa y de variables de tipo institucional de un país o de una zona concreta, sino que también es fruto de una serie de cambios psicosociales que han transformado el modo en que se percibe el endeudamiento. Este cambio en el patrón de conducta viene motivado por multitud de factores y su interacción.

Un enfoque muy interesante del problema es que el presenta Palley (2009), quien centra el origen del exceso de deuda en lo que denomina la macroeconomía de la “financiarización”, entendida como el aumento de la importancia de las finanzas en la economía que ha terminado transformando el proceso económico. Se trata de un proceso paulatino, cuyo inicio se puede situar en las compras apalancadas de los años ochenta. Estas prácticas permitían a las empresas financiar sus planes de inversión, frenaban las demandas salariales de los trabajadores al estar las empresas más endeudadas, y dejaban libre el dinero de los inversores, lo cual favorecía el funcionamiento de los mercados al aumentar las transacciones financieras en ellos. Esto se produjo en un momento de avances tecnológicos que iba permitiendo reducir la masa salarial media y baja, al mismo tiempo que se comenzaba a practicar una política de incremento de remuneración a los directivos. Se produce, así, una nueva distribución de la renta desde los salarios hacia los beneficios y los directivos, lo que supuso una amenaza a la demanda agregada que la “financiarización” se encargó de evitar aumentando el endeudamiento de los consumidores. La innovación y la desregulación financieras permitieron que la fase de acumulación de deuda durase mucho tiempo. Por último, señala el problema de la dificultad de predecir cómo va a evolucionar la “financiarización” –es un proceso dinámico, por lo que las series temporales y los estudios transversales dejan de ser efectivos–, y manifiesta la importancia de conocer los múltiples ángulos del origen del proceso de endeudamiento para poder pronosticar la dirección del avance y actuar en consecuencia.

En los últimos años muchos otros trabajos han señalado estas cuestiones, aunque de un modo menos sistematizado que el de Palley. En diversos informes tanto académicos como divulgativos se pone de manifiesto lo que algunos autores denominan “trampa del endeudamiento”, en la que cayeron todos los agentes de la sociedad, y que es consecuencia de una paulatina transformación del modo en que es-



te es percibido. Su origen se debe a muchos factores que actúan conjuntamente: la supresión de las restricciones a la actividad financiera, el nuevo paradigma en el desarrollo tecnológico –tecnologías de la información–, la aparición de nuevas teorías financieras que permitían crear y valorar productos financieros cada vez más sofisticados –ingeniería financiera–, la estabilidad macroeconómica –con una baja inflación y un alto empleo–. Todo ello interrelacionado provocó una sensación de que “el mundo es un sitio seguro”, que hizo perder el miedo y no poner límites a tomar prestado –familias, empresas y gobiernos– y a prestar –sistema financiero–. Esta es la conclusión a la que llegan Cecchetti, Mohanty y Zampolli (2011). Se trata de un interesante trabajo realizado para el Banco Internacional de Pagos, en el que se pretende conocer en qué punto la deuda pasa de “beneficiosa” a “perjudicial”. Para ello, en primer lugar muestra cómo ha ido creciendo la deuda –como porcentaje del PIB– en los diversos países entre los años 1980 y 2010, año en el que en muchos países se supera ampliamente el 300% del PIB, y en segundo lugar plantea un modelo de regresión con el que trata de analizar en qué nivel de deuda se pone en peligro el crecimiento a medio y a largo plazo. La conclusión con respecto a la deuda empresarial, aunque también examina las deudas familiar y gubernamental, es que comienza a ser perjudicial cuando supera el 90% del PIB.

En esta misma línea de análisis del endeudamiento como una dinámica compleja con muchos factores relacionados podemos incluir el trabajo de Stein (2011), cuya principal aportación es la de proponer un modelo teórico y no *ad hoc* de señales tempranas de una crisis de deuda. Esta explicación teórica se basa en un aspecto que ha recibido poca atención en otros trabajos sobre los desencadenantes de la crisis: los modelos productivos de cada país. Aborda en qué medida las rentabilidades de sus procesos productivos son sostenibles en el tiempo –si proceden de la productividad de la inversión o de las ganancias de capital–. Así, un modelo productivo con altos rendimientos pero a corto plazo, unido a bajos costes de financiación y a un alto coeficiente de endeudamiento genera valores altísimos de rentabilidad del capital, de acuerdo con la fórmula clásica de rentabilidad de la propiedad:

$$\text{Rentabilidad propiedad} = \text{Rentabilidad económica} + \text{Coef. endeudamiento} \times (\text{Rentabilidad económica} - \text{TI de la deuda})$$

Hay que tener presente, y esto se olvidó en el período expansivo, que una rentabilidad basada en plusvalías del capital no se puede mantener indefinidamente, por lo que cuando este proceso finaliza, la rentabilidad de la propiedad cae, siendo esta caída más abrupta cuanto mayor sea el coeficiente de endeudamiento. Stein señala, por lo tanto, un aspecto crucial: aunque hay una crisis global, también hay una crisis española, otra griega, otra norteamericana, etc. La economía subyacente de cada país es un factor muy importante en el análisis del proceso de acumulación de deuda.

### 3. ESTUDIO EMPÍRICO

#### 3.1. DATOS Y METODOLOGÍA

En esta primera aproximación empírica al análisis del proceso de endeudamiento que tuvo lugar en los años de expansión, pretendemos conocer cómo ha sido realmente esta evolución temporal en España y si ha habido diferencias con respecto a los países de nuestro entorno. Para ello, hemos utilizado la base de datos BACH, base que se construye con datos agregados de balances y de cuentas de resultados de empresas de once países de la Unión Europea.

En un primer momento, el estudio se planteó para varios sectores y tamaños de empresa; sin embargo, dado que se utilizaban diversas variables y países, el número de gráficos y tablas que comentar resultaba excesivo y esto, más que clarificar, podía confundir al lector. Por este motivo, finalmente se ha optado por considerar la media del endeudamiento del total de las empresas de cada país y estudiar dos sectores fundamentales: manufacturas y construcción. El primero se justifica porque es altamente representativo de la actividad empresarial de un país, y el segundo porque ha sido el sector clave en el crecimiento y en la posterior crisis en España.

Como período temporal se han tomado los años 2000 a 2009. En el año 2000 la base de datos BACH sufrió una modificación, ya que se incluyeron en ella nuevos países y variables, motivo por el que consideramos recomendable comenzar en este año. A pesar de que la fase de expansión se inició a mediados de la década de 1990, este período temporal permite observar igualmente un período de gran crecimiento y el inicio de la crisis.

Los países que se han incluido finalmente, además de España, son Italia, Portugal, Francia y Alemania. La elección se justifica por diversas razones: se incluyen tanto países periféricos, que sufren la crisis de un modo más acusado, como países más solventes. Todos los países incluidos son continentales, con una mayor orientación a la financiación bancaria, frente a los anglosajones que presentan una mayor orientación a la financiación del mercado. Son países nucleares dentro de Europa, con estabilidad política y social desde ya hace muchos años. En realidad, casi todos ellos son fronterizos entre sí o, por lo menos, muy próximos geográficamente. Sin embargo, hay grandes desequilibrios entre ellos en sus niveles de desarrollo económico, social e institucional. Sus indicadores son muy diferentes –PIB *per capita*, inflación, tasa de desempleo, coste laboral, productividad–, y también son distintos sus modelos de crecimiento, sus sectores productivos y sus diferentes políticas. Por todo ello, la crisis también es idiosincrásica de cada país. En esta aportación solo se analizan las diferencias relativas a cómo estos países han ido incrementando su deuda en estos dos sectores. Relacionar el diferente comportamiento relativo al endeudamiento con variables referidas a cuestiones culturales, institucionales, macroeconómicas, modelos productivos, legislaciones o políticas, entre otras, es el enfoque por el que hemos de continuar en el futuro.

El estudio del recorrido temporal del endeudamiento empresarial a lo largo de la primera década del presente siglo se muestra mediante gráficos comentados sobre la base de la teoría expuesta previamente.

## **3.2. RESULTADOS**

### **3.2.1. Sector manufacturero**

Dentro de este sector se incluyen todas las actividades de naturaleza industrial. Comprende, por lo tanto, múltiples subsectores, desde las empresas de alimentación hasta la fabricación de vehículos, de muebles, o la industria farmacéutica.

Los sectores en los que se ha apoyado la etapa expansiva de la economía son muy diferentes de unos países a otros lo que, unido a lo dilatado de esa etapa, ha terminado generando importantes desequilibrios. De este modo, además de una crisis global, hay una crisis específica de cada país.

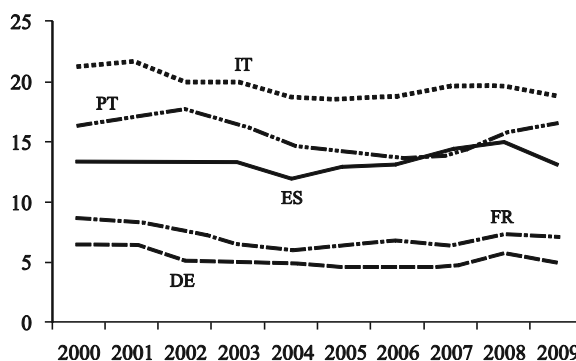
Los países considerados tienen estructuras productivas muy diferentes. Sin entrar en una descripción detallada del modelo productivo de cada uno de ellos, ya que ello sería objeto de otro trabajo, sí parece conveniente hacer una mención de los sectores más importantes. Así, mientras que en España fue el sector de la construcción el que generó un crecimiento superior al resto de los países, Alemania basó su crecimiento en sus sectores tradicionales claves –maquinaria, electrodomésticos, vehículos, industria química–, todos ellos sectores exportadores. Por el contrario, el sector de la construcción venía sufriendo una crisis ya desde el año 1995, y no empieza a tener un comportamiento levemente positivo hasta el año 2006. Francia e Italia también incluyen en este sector manufacturero industrias claves. Así, Francia tiene una fuerte industria textil, farmacéutica y automovilística, sectores que también son importantes en Italia; y en ninguno de estos dos países se ha producido una burbuja inmobiliaria. El proceso expansivo de Portugal ha sido menos acusado que el del resto de los países analizados. Su economía se sustenta en sectores que no se han desarrollado tanto como para resultar competitivos en el exterior. una vez superada la etapa de crecimiento global –agroalimentario, mobiliario, tabaco, textil, turismo–, y su crecimiento se ha apoyado en exceso en el gasto público.

Comencemos por el análisis de la ratio clásica de endeudamiento: qué porcentaje de inversión total en la empresa está financiada con deuda (gráfico 1). Cabe señalar que nos restringimos a la deuda procedente de las entidades financieras.

A simple vista ya se observa un comportamiento muy diferente entre dos grandes grupos de países. Así, mientras que Alemania y Francia han mantenido posiciones moderadas y estables en el tiempo –Alemania se mueve entre un 5% y un 6%, y Francia entre un 6% y un 8%–, las ratios de endeudamiento de España y Portugal duplican el valor de aquellos. España se mantiene durante casi todo el período

en niveles superiores a un 13%, con un ascenso en los años 2007 y 2008, en los que alcanza un 15%, no produciéndose el desendeudamiento hasta el año 2009. Portugal, por su parte, ha oscilado entre un 14% y un 17%, aunque ya desde el año 2002 se observa un proceso de descenso continuado de la deuda, pero con un inesperado aumento en los años 2008 y 2009. El volumen más elevado de deuda sobre la inversión total es para las empresas italianas, con niveles próximos a un 20%. No obstante, el caso italiano es muy particular, ya que al diferenciar entre deuda a largo y a corto plazo se observa que la cifra se debe a esta última.

**Gráfico 1.-** Evolución de la ratio deuda bancaria/activo total en el sector manufacturero, 2000-2009



NOTA: IT: Italia; PT: Portugal; ES: España; FR: Francia; DE: Alemania.

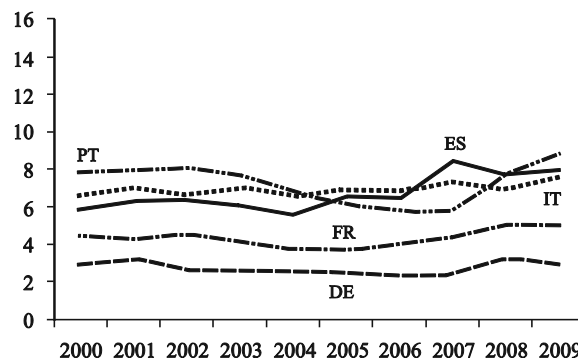
FUENTE: Elaboración propia a partir de la base de datos BACH.

En los países periféricos el endeudamiento no solo no se fue suavizando, sino que se acentuó en la fase final del ciclo de crecimiento —entre los años 2004 y 2007—, alcanzando su nivel máximo en el año 2008, comenzando a descender solo a partir de aquí. Sin embargo, si se observan los índices macroeconómicos, se puede comprobar que las tasas de crecimiento ya eran menores. Esto apoya el efecto psicológico de la sensación colectiva de perpetuidad de una situación de expansión. También hay que tener en cuenta la incidencia de los bajos tipos de interés a lo largo de los años 2004 y 2005. No obstante, desde el comienzo del año 2006 empieza un ascenso continuado del euríbor, que alcanza su máximo a finales del año 2008, para caer bruscamente desde principios del año 2009, sin que ello se acompañe de una reducción o, al menos, de una estabilización del nivel de deuda.

En el análisis del nivel total de deuda es interesante diferenciar entre el porcentaje de deuda a largo plazo, indicativa de su financiación estructural, y el endeudamiento a corto plazo destinado, en principio, a cubrir desajustes de liquidez.

En los gráficos 2 y 3 lo que primero llama nuestra atención es el elevado volumen de deuda a corto plazo en el endeudamiento total. Esto nos sorprende por las características del sector analizado –el sector industrial y, por lo tanto, con estructuras productivas con mayores porcentajes de activo no corriente– y por el tipo de deuda incluida –solo la deuda bancaria, por lo que no están incorporados ni los proveedores ni los acreedores en la deuda a corto plazo–.

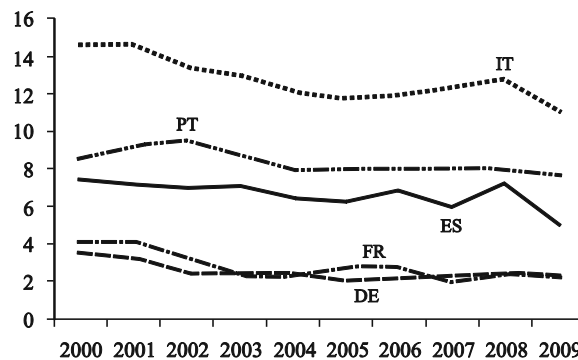
**Gráfico 2.-** Evolución de la ratio deuda bancaria a medio y a largo plazo/activo total en el sector manufacturero, 2000-2009



NOTA: IT: Italia; PT: Portugal; ES: España; FR: Francia; DE: Alemania.

FUENTE: Elaboración propia a partir de la base de datos BACH.

**Gráfico 3.-** Evolución de la ratio deuda bancaria a corto plazo/activo total en el sector manufacturero, 2000-2009



NOTA: IT: Italia; PT: Portugal; ES: España; FR: Francia; DE: Alemania.

FUENTE: Elaboración propia a partir de la base de datos BACH.

Alemania y Francia siguen manteniendo niveles moderados y sin grandes oscilaciones tanto en la deuda a largo como a corto plazo, aunque podemos señalar que el mayor volumen de deuda de las empresas francesas es producido por la deuda a largo plazo. En España, hasta el año 2006 incluido, el volumen de deuda bancaria a corto plazo supera al de la deuda a largo plazo. Sin embargo, el mayor endeudamiento de las empresas de los años 2007 y 2008 se produce en esta última, lo que corrige este desequilibrio. Sorprende, pues, que en el período previo al estallido mediático de la crisis –que se puede fechar con la quiebra de *Lehmann Brothers* en septiembre de 2008–, y cuando los indicadores mostraban ya un agotamiento del ciclo, se produzca un aumento de la deuda a largo plazo. En Portugal la forma de la curva de deuda total es debida, principalmente, a las variaciones de la deuda a largo plazo, con un descenso en el período 2002-2007 y con un aumento en el bienio 2008-2009. A excepción de estos dos últimos años, la cifra de deuda bancaria a corto plazo ha sido siempre superior a la de la deuda a largo plazo. Por último, y con respecto al caso de Italia, cabe señalar que presenta la deuda total más elevada de todos los países analizados, que está próxima a un 20%, pero que en gran parte del período casi los dos tercios de su deuda total era a corto plazo. El nivel de deuda a largo plazo se ha mantenido en un nivel similar al de las empresas españolas.

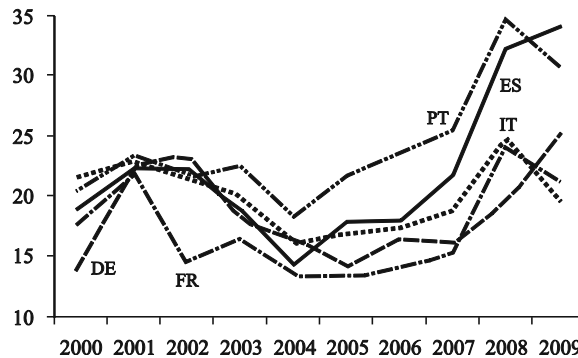
Una de las medidas más ilustrativas de la idoneidad del nivel de deuda de una empresa es su capacidad para hacer frente a los gastos financieros que esa deuda genera. La base de datos BACH presenta este indicador relacionando los intereses de la deuda con el beneficio de explotación, lo que viene a ser el inverso de la ratio clásica de cobertura. Su valor indica la importancia de los gastos financieros en relación con la cifra del beneficio propio del negocio.

En el gráfico 4 se observa que la evolución es similar en todos los países examinados: de una senda creciente al inicio se pasa a un período de descenso entre los años 2001 y 2004 lo que, sin duda, está motivado por la etapa de buenos resultados empresariales y por el entorno de los bajos tipos de interés del bienio 2003-2004. A partir del año 2004 comienza un período de deterioro de esta ratio, aunque desigual entre los países, siendo España y Portugal los que presentan un peor comportamiento. Así, España pasa de un 18% en el año 2005 a un 34% en el año 2009. La línea ascendente de Portugal es casi paralela a la de España, pero con más de tres puntos por encima. Este comportamiento coincide con la etapa de aumento del tipo de interés, aunque también es consecuencia de los menores beneficios empresariales en comparación con la primera mitad de la década. Francia, Italia y Alemania mantienen esta ratio en niveles moderados hasta el año 2007, aumentando en el bienio 2008-2009, ya que en estos dos años el euríbor está en niveles más altos. A pesar de ello, finalizan el decenio con una ratio mucho más favorable que España y Portugal.

En esta ratio se pone de manifiesto la importancia de las actividades productivas de cada país, al observarse un mayor deterioro de dicha ratio en los países con modelos de crecimiento no sostenibles a largo plazo. Así, en España es evidente que la

evolución de esta ratio está muy vinculada al sector de la construcción, tal y como se comprobará en el siguiente epígrafe.

**Gráfico 4.-** Evolución de la ratio intereses/BAIT en el sector manufacturero, 2000-2009



NOTA: IT: Italia; PT: Portugal; ES: España; FR: Francia; DE: Alemania.

FUENTE: Elaboración propia a partir de la base de datos BACH.

### 3.2.2. Sector de la construcción

No cabe duda de que en nuestro país la construcción ha sido el sector clave de la etapa expansiva. Alrededor de este sector se ha generado toda una industria auxiliar y una intensa actividad comercial que dieron lugar a tasas de crecimiento superiores a las del resto de los países de nuestro entorno.

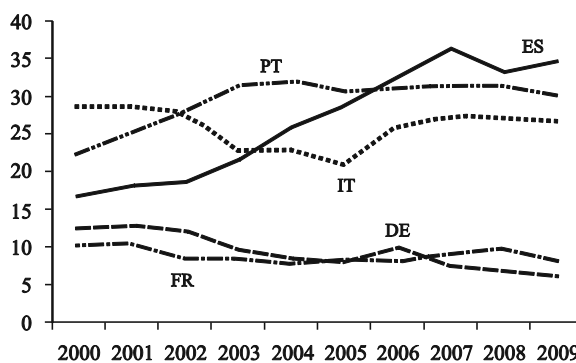
El problema de un crecimiento basado en la construcción es que el beneficio procedía de las plusvalías y no de la rentabilidad de la inversión realizada. Estas altas plusvalías se produjeron por una burbuja especulativa –incremento anormal de los precios–, con respecto a la que señalamos que, si bien no se puede identificar claramente su inicio –durante muchos años no existía un acuerdo sobre si se estaba produciendo o no este fenómeno especulativo–, en cambio sí se conoce su final –a finales del año 2007–. El resultado de la explosión de esa burbuja fue la caída de todo un sistema creado en torno a este sector y la finalización de un modelo de crecimiento, lo que genera una crisis específicamente española que se une a las dificultades de la coyuntura internacional. El crecimiento del sector de la construcción también tuvo un gran protagonismo en la economía portuguesa, aunque no con los niveles de la española, mientras que en el resto de los países contemplados no se produjo este proceso.

Dado que este sector es uno de los grandes responsables del endeudamiento empresarial –y también de las familias– en España, nos parece muy interesante observar cómo ha sido la evolución en su financiación en comparación con otros países.

Al igual que en el sector anterior, se comienza por el estudio de la evolución temporal de la ratio de endeudamiento total, incluyendo de nuevo solo la deuda bancaria (gráfico 5).

Lo primero que llama la atención es la escalada de endeudamiento de las empresas españolas: desde un ya elevado 17% en el año 2000 hasta llegar casi a un 40% en el año 2007, y finalizando el período analizado con un 35% de su activo financiado con deuda. Esta evolución es, ciertamente, idiosincrática de nuestro país no solo por las cuantías, sino por su acusado crecimiento, que contrasta con la estabilidad del sector en Francia y Alemania: en el primero la deuda se mantuvo entre un 8% y un 10% durante todo el decenio, mientras que las empresas alemanas del sector disminuyeron su nivel medio de deuda desde un 12,44% en el año 2000 hasta un 6,17% en 2009. Portugal también experimenta un crecimiento de la deuda en este sector, pero durante un período más temprano –hasta el año 2003–, pasando posteriormente a mantenerse durante los seis años restantes (2004-2009) en un nivel estable, aunque ciertamente elevado: con un 30% de su activo financiado con deuda. La evolución de esta ratio en las empresas italianas dibuja una forma de “U”, con una deuda próxima a un 28% en el inicio y en el final de la década, bajando hasta un 22% en el trienio 2003-2005.

**Gráfico 5.-** Evolución de la ratio deuda bancaria/activo total en el sector de la construcción, 2000-2009



NOTA: IT: Italia; PT: Portugal; ES: España; FR: Francia; DE: Alemania.

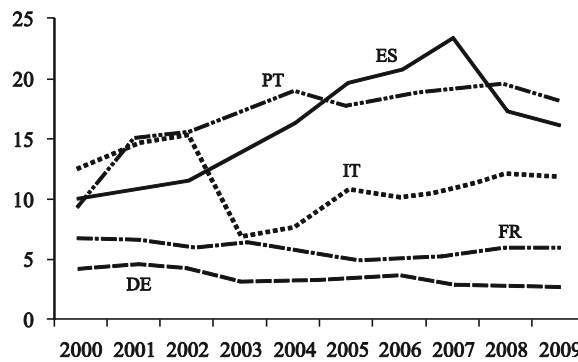
FUENTE: Elaboración propia a partir de la base de datos BACH.

Si se diferencia entre la deuda a largo y a corto plazo (gráficos 6 y 7), se observa que en España el crecimiento hasta el año 2007 es más acusado en la deuda a largo plazo; a partir de ese año, este tipo de deuda desciende considerablemente, coincidiendo con la etapa de incremento más acusado de la deuda a corto plazo. Así, mientras que al principio del período es un 17% de deuda total, 10 pun-



tos son a largo y 7 a corto plazo; en el año 2009 del 35% de endeudamiento total, la deuda a largo es de 16 puntos y la deuda a corto supera los 18 puntos. Este es un dato que consideramos interesante: hasta el año 2007 la deuda a largo aumenta, lo que refleja que ni por parte de las empresas ni por parte de las entidades financieras se anticipa el final del ciclo. Tras el pico de ese año, la caída es brusca en la deuda a largo plazo y, sin embargo, el endeudamiento a corto plazo sigue aumentando.

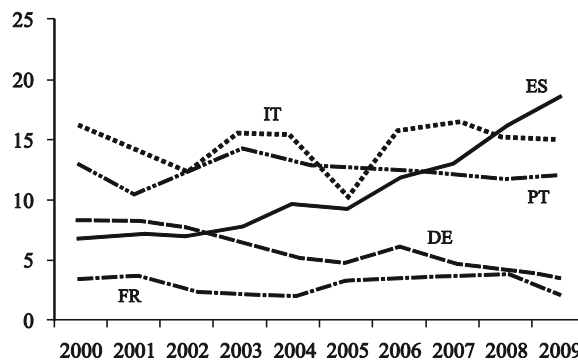
**Gráfico 6.-** Evolución de la ratio deuda bancaria a medio y a largo plazo/activo total en el sector de la construcción, 2000-2009



NOTA: IT: Italia; PT: Portugal; ES: España; FR: Francia; DE: Alemania.

FUENTE: Elaboración propia a partir de la base de datos BACH.

**Gráfico 7.-** Evolución de la ratio deuda bancaria a corto plazo/activo total en el sector de la construcción, 2000-2009



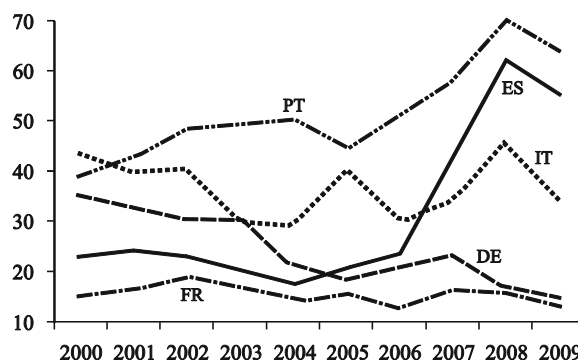
NOTA: IT: Italia; PT: Portugal; ES: España; FR: Francia; DE: Alemania.

FUENTE: Elaboración propia a partir de la base de datos BACH.

Con respecto al resto de los países, se observa que en Portugal el ascenso inicial de la deuda se debe principalmente a la deuda largo plazo, ya que la deuda a corto plazo se mantiene en niveles de un 12% de su activo total –la curva de deuda a corto plazo es casi plana, aunque ligeramente decreciente desde el año 2003–. Alemania y Francia se mantienen en niveles muy inferiores de deuda a largo plazo, ambas rodean la línea del 5%. Para el caso alemán, es la deuda a corto plazo la que provoca el descenso en el endeudamiento medio del sector del principio del período.

Examinemos, por último, cómo se ha comportado la ratio que relaciona los intereses con el beneficio de explotación en el sector de la construcción (gráfico 8). En este gráfico vemos que el eje de ordenadas tiene que tomar valores de hasta un 70% como consecuencia del importante ascenso de esta ratio en España y Portugal. En España, aunque hay un cierto descenso de esta ratio, pues pasa desde un 23% en el año 2000 hasta un 18% en 2004 –igual, pues, a la cifra del sector industrial–, a partir de ese año comienza una escalada que primero toma una forma moderada (hasta el año 2006) para, posteriormente, adquirir una acusada pendiente, llegando el pago de intereses a suponer un 62% del beneficio de explotación en el año 2008. No nos puede sorprender el valor tan elevado que presenta esta cifra, puesto que ya se había producido el estallido de la burbuja en el sector, pero sí el hecho de que, a pesar de que los tipos fueron más bajos en el bienio 2004-2005, ya se estaba produciendo un aumento de esta ratio. Esta evolución consideramos que es muy ilustrativa porque indica que ya desde el año 2004, pero especialmente desde el año 2006, esta ratio aumenta de manera espectacular, por lo que una extensión muy interesante de este trabajo sería discernir en qué medida el aumento de este indicador es el resultado de un aumento de la deuda, de un aumento del coste de la deuda o de un empeoramiento de los resultados del sector, es decir, conocer la contribución de cada una de las variables que intervienen en esta ratio en la evolución de su valor.

**Gráfico 8.-** Evolución de la ratio intereses/BAIT en el sector de la construcción, 2000-2009



NOTA: IT: Italia; PT: Portugal; ES: España; FR: Francia; DE: Alemania.

FUENTE: Elaboración propia a partir de la base de datos BACH.

En relación con esta ratio sorprende que la situación de las empresas portuguesas sea todavía más preocupante. Mantiene en todo el período analizado ratios superiores a un 40%, llegando a un 70% en el año 2008. Esto contrasta con la evolución de Alemania y Francia, que terminan el período con ratios próximas a un 14%. Francia mantiene esta ratio en niveles estables todo el período, y en Alemania tiene lugar un descenso continuando durante toda la década, comenzando en niveles del 35% y finalizando con algo menos de un 15%.

#### **4. CONCLUSIONES Y LÍNEAS FUTURAS DE INVESTIGACIÓN**

En este trabajo se propone un nuevo enfoque del análisis del proceso de endeudamiento. Su punto de partida ha sido la ausencia de una alerta de la situación de excesivo endeudamiento que, finalmente, devino como una de las principales causas de la actual crisis. Resulta sorprendente que, dado que el grado de endeudamiento es un tema clásico de estudio y análisis tanto en el área de las finanzas como a nivel macroeconómico y agregado, no se observase una línea perceptible de denuncia de este proceso desde los ámbitos académico, institucional o divulgativo. Ello nos lleva a la conclusión de que el modo en que se abordó el estudio de la decisión de asumir deuda presentaba importantes carencias.

Desde nuestro punto de vista, uno de los motivos ha sido la ausencia de una interrelación entre las diferentes perspectivas desde las que se ha abordado el análisis del endeudamiento. Este no es estático ni aislado, sino que está inmerso en una realidad dinámica y compleja de la que es preciso conocer todas sus vertientes. Así, efectivamente, la empresa puede tener una estructura objetivo dependiente en gran medida de sus propias características, aunque también pertenece a un determinado sector, está inmersa en un país con un modelo de crecimiento concreto, está sujeta a una serie de legislaciones, se incluye en un entorno institucional y cultural determinado, y está sometida a la influencia de variables macroeconómicas.

En este trabajo se realiza una revisión de todos los enfoques que hacen referencia a estos distintos aspectos, agrupándolos en tres grandes tipos: factores empresariales, factores institucionales y macroeconómicos y factores sociológicos. Esto nos permite tener una visión completa del problema para proponer un nuevo enfoque en el estudio del proceso de endeudamiento, que no solo interrelaciona todos estos puntos de vista, sino que también los amplía.

Esta nueva visión teórica ha de ir acompañada de un nuevo planteamiento empírico. En este plano es necesario avanzar hacia estudios más amplios y comprometidos: por qué se han producido los diferentes recorridos de endeudamiento, en qué sectores y en qué tipos de empresas, qué factores explican esta evolución, cuál puede ser la tendencia en el futuro, etcétera. Se trata de un enfoque muy ambicioso que es necesario ir elaborando y mostrando en diferentes fases.

En este trabajo nos hemos propuesto como primera aproximación conocer cómo ha sido la evolución del endeudamiento empresarial en España y sus diferencias

con otros países de nuestro entorno. Por las características de la base de datos utilizada –la base BACH– se ha elegido el período 2000-2009. Asimismo, se han escogido los siguientes países: España, Italia, Portugal, Francia y Alemania, y nos hemos centrado en dos sectores: el sector manufacturero y el de la construcción.

En el sector manufacturero, y con respecto al porcentaje total de activo financiado con deuda bancaria, se observan con claridad dos grupos de países: Francia y Alemania han mantenido posiciones moderadas y estables, mientras que el resto ha asumido ratios mucho más elevadas y con mayores oscilaciones.

De todo el ciclo expansivo –que contemplado en toda su amplitud, aunque varía entre países, comprendería el período 1995-2008–, los años en los que el endeudamiento experimenta un crecimiento mayor son los años comprendidos entre el 2004 y el 2008, en el que alcanza su máximo. Vemos, pues, que en la fase final del ciclo expansivo, cuando los indicadores mostraban ya índices de crecimiento decrecientes de la economía, es cuando se produce la mayor acumulación de deuda. En el caso de España, además, el crecimiento del endeudamiento fue más elevado en la deuda a largo plazo, y especialmente acusado en el sector de la construcción, donde alcanza un 40% en el año 2007.

Esto pone de manifiesto una cuestión que ahora señalan muchos autores: la reacción de los mercados presenta un comportamiento no lineal, de manera que en los períodos de crecimiento se tiende a infravalorar el riesgo y en los períodos de incertidumbre pueden llegar a sobrerreaccionar. De hecho, los acreedores tanto exteriores como de la eurozona –y por ello también las entidades financieras como principales prestamistas de las empresas– asumieron que no había riesgo de impago y no impusieron una prima de riesgo a países como España, Portugal o, incluso, Grecia hasta el año 2009. En suma, los mercados no fueron corrigiendo la situación relativa al endeudamiento empresarial sino que, por el contrario, en la fase final del ciclo, cuando ya se podían observar señales de su agotamiento, fue cuando tuvo lugar el aumento más acusado.

Una variable con una evolución muy ilustrativa es la que expresa la cifra total pagada en concepto de intereses en relación con el beneficio de explotación. Tras un descenso entre los años 2001 y 2004, comienza un período de deterioro de esta ratio, especialmente acusado en España y, sobre todo, en Portugal.

Consideramos muy interesante discernir en qué medida el aumento de esta ratio se debe al aumento de la deuda, al aumento del coste de esta –desde el año 2006 el euríbor experimenta una subida continuada– o a la reducción del beneficio de explotación de la actividad empresarial. Otra extensión muy interesante sería observar cómo se ha comportado esta ratio en diversos sectores, de modo que se pudiera singularizar el efecto de la economía subyacente en cada país.

En relación con el punto anterior, si nos limitamos al sector de la construcción, en España el deterioro de esta ratio se aprecia claramente desde el año 2004, siendo muy evidente y marcada desde el año 2006, llegando a suponer el pago de intereses un 62% del beneficio de explotación de las empresas en el año 2008. La evolución

de esta ratio en Portugal es todavía peor. Por el contrario, no se observa este recorrido en Francia ni en Alemania.

El estudio empírico que se inicia con esta aportación está avanzando actualmente en las siguientes líneas:

- Incluir más sectores para poder conocer mejor la relación entre la economía subyacente de cada país y la evolución de su endeudamiento empresarial.
- Profundizar en la evolución de variables macroeconómicas (crecimiento del PIB, tipo de interés y otras) en relación con el endeudamiento, y conocer el grado de elasticidad que presenta cada país con respecto a cambios en estas variables. Así, los estudios preliminares ya realizados permiten ver que España tiene, por ejemplo, un mayor grado de elasticidad que otros países en relación con la variación del coste de la deuda.
- Avanzar en el conocimiento de los aspectos psicológicos y sociológicos del problema, una cuestión que ahora se muestra como importante, pero sobre la que se ha avanzado poco en el plano empírico y que consideramos que es un reto importante.
- Los análisis previos permitirán realizar un ambicioso estudio que contemple todos los anteriores y que posibilite avanzar en el conocimiento de cuál ha sido la contribución de cada tipo de factor (empresarial, institucional, macroeconómico, sociológico) en el crecimiento del crédito empresarial en España y su comparación con otros países.

Todo esto permitirá obtener conclusiones que imposibiliten que este proceso de acumulación imprudente de deuda se repita en el futuro.

## **BIBLIOGRAFÍA**

- DE JONG, A.; KABIR, R.; NGUYEN, T.T. (2008); "Capital Structure Around the World: The Roles of Firm-and Country-Specific Determinants", *Journal of Banking & Finance*, 32, pp. 1954-1969.
- ACEDO RAMÍREZ, M.A.; AYALA CALVO, J.C.; RODRÍGUEZ OSES, J.E. (2005): "Rentabilidades, endeudamiento y coste de la deuda de las pymes. Análisis empírico de las empresas por tamaños", *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 14 (4), pp. 185-200.
- ALTMAN, E.I. (1984): "A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question", *The Journal of Finance*, (September), pp. 1068-1089.
- BOEDO VILABELLA, L.; CALVO SILVOSA, A. (1997): "Un modelo de síntesis de los factores que determinan la estructura de capital de las PYMES", *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 6 (1) pp. 107-124.
- BOEDO VILABELLA, L.; IGLESIAS ANTELO, S. (2004): "Factores que determinan la estructura de capital de las grandes empresas. Aplicación empírica al caso español", *XVIII Congreso Anual de AEDEM. Libro de Actas del Congreso*, pp. 391-402. Ourense: Asociación Europea de Dirección y Economía de la Empresa (AEDEM).

- BOEDO VILABELLA, L.; IGLESIAS ANTELO, S. (2005): "Factores que determinan la estructura de capital de las empresas. Diferencias entre los resultados obtenidos para las empresas que cotizan en bolsa, empresas grandes que no cotizan en bolsa y pymes", *XIX Congreso Anual de AEDEM, Libro de Actas del Congreso*. Vitoria: Asociación Europea de Dirección y Economía de la Empresa (AEDEM).
- CECCHETTI, S.G.; MOHANTY, M.S.; ZAMPOLLI, F. (2011): *The Real Effects of Debt* (Working Paper, 352). Basel: Bank of International Settlements (BIS).
- CORNELL, B.; SHAPIRO, A.C. (1987): "Corporate Stakeholders and Corporate Finance", *Financial Management*, (Spring), pp. 5-14.
- DE ANDRÉS ALONSO, P.; LÓPEZ ITURRIABA, F.J.; RODRÍGUEZ SANZ, J.A.; VALLELADO GONZÁLEZ, E. (2005): "Determinants of Bank Debt in a Continental Financial System: Evidence from Spanish Companies", *The Financial Review*, 40, pp. 305-333.
- DE ANGELO, H.; MASULIS, R.W. (1980): "Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation", *Journal of Financial Economics*, (March), pp. 3-29.
- DEMIRGÜC-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V. (1999): "Institutions, Financial Markets and Debt Maturity", *Journal of Financial Economics*, 54, pp. 295-336.
- DIAMOND, D.W. (1989): "Reputation Acquisition in Debt Markets", *Journal of Political Economy*, 97 (4), pp. 828-862.
- FRANK, M.Z.; GOYAL, V.K. (2009): "Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliable Important?", *Financial Management*, (Spring), pp. 1-37.
- GROSSMAN, S.; HART, O. (1982): "Corporate Financial Structure and Managerial Incentives", en J. McCall [ed.]: *The Economics of Information and Uncertainty*, pp. 107-140. Chicago, IL: University Chicago Press.
- GUNGORAYDINOGLU, A; ÖZTEKIN, Ö. (2011): "Firm- and Country- Level Determinants of Corporate Leverage: Some New International Evidence", *Journal of Corporate Finance*, 17, pp. 1457-1474.
- JENSEN, M.C. (1986): "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, 76 (2), pp. 323-329.
- JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H. (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- JIMÉNEZ NAHARRO, F.; PALADÍN SÁNCHEZ, M.J. (2007): "Determinantes de la estructura financiera de la empresa", *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 16 (4), pp. 9-24.
- JOHN, T.A. (1993): "Accounting Measures of Corporate Liquidity, Leverage and Costs of Financial Distress", *Financial Management*, (Fall), p. 91-100.
- MILLER, M.H. (1977): "Debt and Taxes", *Journal of Finance*, 32 (2), (May), pp. 261-275.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. (1997): "Legal Determinants of External Finance", *The Journal of Finance*, 52, pp. 1311-1150.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. (1998): "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 106 (6), pp. 1113-1155.
- LELAND, H.E.; PYLE, D. (1977): "Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediaries", *The Journal of Finance*, 32, pp. 371-387.
- MAROTO ACÍN, J.A.; MELLE HERNÁNDEZ, M. (2000): "Los sistemas financieros y la financiación empresarial. Pautas de comportamiento y factores explicativos del crédito bancario. Un análisis comparado internacional", *Papeles de Economía Española*, 84-85, pp. 237-267.

- MARQUÉS SEVILLANO, J.M.; NIETO, F.; DEL RÍO, A. (2007): “Una aproximación a los determinantes de la financiación de las sociedades no financiera en España”, *Moneda y Crédito*, 225, pp. 43-73.
- MENÉNDEZ REQUEJO, S. (2001): “Estructura de capital de la empresa española ante problemas de riesgo moral y selección adversa”, *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 10 (septiembre-diciembre), pp. 485-498.
- MENÉNDEZ REQUEJO, S.; GONZÁLEZ RODRÍGUEZ, F. (1996): “Implicaciones de las teorías de agencia, señales y fiscales sobre la estructura de capital: un contraste en el mercado español de capitales”, *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 5 (1), pp. 15-24.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. (1958): “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, *American Economic Review*, 68 (3), (June), pp. 261-297. (Existe traducción en español en: *Análisis Financiero*, 26, 1981, pp. 3-34).
- MYERS, S.C. (1984): “The Capital Structure Puzzle”, *The Journal of Finance*, (July), pp. 575-592.
- MYERS, S.; MAJLUF, N. (1984): “Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do not Have”, *Journal of Financial Economics* 13, pp. 187-221. (Existe traducción en español en: *Cuadernos Económicos del ICE*, 42 (2), 1989).
- PALLEY, T. (2009): “La macroeconomía de la financiarización: un enfoque de etapas de desarrollo”, *Ekonomiaz, Revista de Economía Vasca*, 72, pp. 34-53.
- RAJAN, R.G.; ZINGALES, L. (1995): “What do we Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data”, *The Journal of Finance*, L (5) (December), pp. 1421-1460.
- ROSS, S. (1977): “The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach”, *Bell Journal of Economics*, (Spring), vol. 8, pp. 23-40.
- SAÁ, J. (1991): “Los determinantes de las decisiones sobre fuentes de financiación de las empresas españolas”, *Moneda y Crédito*, 193, pp. 147-178.
- SMITH, C.W.; WARNER, J.B. (1979): “On Financial Contracting. An Analysis of Bond Covenants”, *Journal of Financial Economics*, 14, pp. 117-161.
- STEIN, J.L. (2011): “The Diversity of Debt Crises in Europe”, *Cato Journal*, 32 (2), pp. 199-215.
- UTRERO GONZÁLEZ, N. (2007): “Banking Regulation, Institutional Framework and Capital Structure: International Evidence from Industry Data”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 47, pp. 481-506.