

LECCIÓN DA CRISE. CARA A UN NOVO ENFOQUE NA ANÁLISE DO PROCESO DE ENDEBEDAMENTO EMPRESARIAL

BEGOÑA ÁLVAREZ GARCÍA / LUCÍA BOEDO VILABELLA / DOLORES LAGOA VARELA
Universidade da Coruña

Recibido: 14 de febreiro de 2012

Aceptado: 7 de maio de 2012

Resumo: Un dos aspectos cruciais da actual crise é o excesivo endebedamento adquirido polos diversos axentes da economía. Chama a atención que no período de expansión, no que a débeda asumida ía aumentando, non se alertara de forma perceptible desde os ámbitos académico, institucional e divulgativo sobre o risco que se estaba asumindo e as súas consecuencias. Isto permite concluir que unha das leccións da crise é que o tratamento do estudo do proceso de endebedamento non foi o adecuado. Neste traballo descríbense os diferentes enfoques desde os que se analizou o endebedamento e séntanse as bases para propoñer un novo enfoque que integra e amplía os anteriores. O traballo finaliza coa presentación dun estudo empírico sobre a evolución temporal do endebedamento empresarial en España e a súa comparación con diversos países da súa contorna.

Palabras clave: Endebedamento empresarial / Estrutura de capital / Factores institucionais / Factores culturais / Factores empresariais / Factores sociolóxicos / Crise da débeda 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

Un dos aspectos diferenciais e desencadeantes da actual crise é o excesivo endebedamento adquirido polos diversos axentes da economía: empresas, gobernos e familias, endebedamento que foi engrosando de forma progresiva e paulatina ao longo de todo o período de expansión.

A acumulación imprudente de fondos prestados móstrase agora evidente, e os seus prexudiciais efectos son obxecto de estudo en multitude de informes e traballos. Con todo, chama a atención que en todo este período no que o endebedamento ía aumentando, non se alertara do proceso en curso nin das súas posibles consecuencias futuras. En efecto, nin os bancos centrais, nin os gobernos, nin os diversos institutos de estudo e observación, nin as institucións de control ou supervisión, nin os medios de información, denunciaron o proceso que se estaba xerando ou, cando

menos, non se produciu un movemento perceptible de aviso desa situación. Isto é, se cabe, máis grave se temos en conta que o nivel de débeda foi un tema clásico de estudo desde todos os ámbitos mencionados. Isto fainos concluír que unha das leccións que a crise nos deixou é que o tratamento do estudo do proceso de endebedamento non foi o adecuado. Agora faise patente que a análise do endebedamento se realizou dun modo fragmentado e incompleto, isto é, sen relacionar uns enfoques con outros, e obviando aspectos do endebedamento que hoxe se consideran moi importantes, como a “financiarización” da economía ou os aspectos macroeconómicos e sociolóxicos relacionados coa débeda. Ademais, en moitas ocasións as análises teóricas realizábanse separadamente das empíricas, e estas últimas limitábanse na maioría dos casos a mostrar unha evolución recente ou a realizar unha análise estática dos factores asociados a un maior ou menor endebedamento das empresas.

Este traballo pretende ser un primeiro paso na superación deste enfoque de tipo estático e illado por outro que contempla o endebedamento como unha decisión inmersa nunha realidade dinámica e complexa. Proponse e incídese na importancia de implantar un novo marco de estudo da débeda, tanto desde un punto de vista teórico coma empírico. No plano teórico este novo enfoque ha de ampliar e interrelacionar os diversos puntos de vista desde os que se analiza o endebedamento. No plano empírico cómpre avanzar cara a estudos máis amplos e comprometidos nos que se analice o porqué dun percorrido; se comparen economías, empresas e sectores; se anticipen tendencias futuras; e nos que se alerte fronte a situacións desestabilizadoras.

Para isto, o artigo organízase da seguinte maneira. Na sección 2 descríbense as diferentes perspectivas desde as que se abordou o estudo da decisión de endebedamento, e xustifícase a necesidade de avanzar nunha nova liña que permita englobar todas as vixentes e recoller toda a problemática inherente á decisión de asumir débeda. Na sección 3 preséntase un estudo empírico que examina como foi o crecemento da débeda empresarial no noso país, e compara esta evolución coa doutros países da nosa contorna. Na sección 4 enúncianse as conclusións finais e descríbese a envergadura e o enfoque da investigación sobre este tema iniciada polas autoras.

Nesta achega o noso principal obxectivo é expoñer unha nova visión desde a que se debe abordar o estudo da débeda e mostrar uns primeiros resultados. Os datos que manexamos permitirán ampliar e completar este estudo desde moitas perspectivas como, entre outras, por que se produciron os diferentes percorridos de endebedamento, en que sectores e tipos de empresas, que factores explican en maior medida esta evolución, ou cal pode ser a tendencia no futuro.

2. DIFERENTES PERSPECTIVAS DESDE AS QUE SE PODE ABORDAR A DECISIÓN DE ENDEBEDAMENTO

O estudo da decisión de asumir débeda como modo de financiamento fíxose basicamente desde tres perspectivas: financeira, económica e sociolóxica. Os dous

primeiros enfoques son, sen dúbida, os máis importantes, mentres que o terceiro, malia ser un enfoque menor, foi adquirindo forza nos últimos tempos.

A perspectiva financeira céntrase principalmente en como e por que as empresas deciden adquirir débeda, e en que factores lles permiten asumir unha ratio maior. A perspectiva económica –ou, máis ben, macroeconómica– fíxoo na débeda adquirida a nivel agregado polos diversos axentes da economía –empresas, gobernos e familias–, no aforro que a economía xera e no desequilibrio que isto supón en cada país. Un último enfoque máis recente e polo momento menos desenvolvido é o relativo a cuestións institucionais, culturais e sociolóxicas relacionadas co endebedamento.

Estas tres formas de abordar o problema tratáronse como compartimentos estancos: o primeiro enfoque foi un tema clásico de investigación a nivel académico na área das finanzas empresariais; a nivel macroeconómico e agregado, o endebedamento foi tratado polos gobernos, polos bancos centrais e por outras institucións; o enfoque cultural e sociolóxico só empezou a ser tido en conta nos últimos anos e desenvolveuse en ámbitos divulgativos, aínda que ultimamente tamén é notable a publicación de estudos máis rigorosos de tipo académico e institucional.

Neste traballo limitámonos ao estudo do endebedamento das empresas, aínda que probablemente moitos dos razoamentos sexan aplicables a familias e gobernos. En primeiro lugar, describírase como foi evolucionando o estudo da toma das decisións financeiras no seo da empresa, partindo dun primeiro enfoque puramente empresarial para, posteriormente, incluír aspectos de natureza institucional e cultural de cada país, así como variables macroeconómicas. Por último, deterémonos na visión sociolóxica da decisión de asumir débeda. Con iso pretenden establecerse as bases do novo enfoque sobre o que se ha de asentar o estudo do endebedamento: con diversos ángulos que cómpre coñecer e relacionar.

Con respecto á literatura empírica, os estudos consistiron fundamentalmente na observación dunha evolución temporal ou nun estudo de tipo transversal sobre factores empresariais que determinan maiores ou menores volumes de débeda. Eran escasos os estudos que establecían comparativas para detectar posibles excesos de débeda nunha empresa, sector ou país, ou que analizaban o porqué dunha tendencia, e case inexistentes os estudos nos que se trataban de anticipar tendencias futuras ou nos que se alertaba dos desequilibrios que estaban producindo ou que previsiblemente se producirían. O estudo empírico que presentamos pretende ser unha primeira contribución nesta liña.

2.1. UN PRIMEIRO ENFOQUE: OS FACTORES EMPRESARIAIS COMO DETERMINANTES DA SÚA ESTRUTURA DE CAPITAL

O célebre traballo de Modigliani e Miller (1958) iniciou unha importante liña de investigación no campo das finanzas, que se centra na decisión de endebedamento das empresas. Modigliani e Miller demostran que as decisións financeiras son, en

realidade, irrelevantes: a estrutura de capital non afecta nin á contía nin á variabilidade dos resultados, senón simplemente a como este resultado se distribúe entre os que realizan achegas de capital –accionistas– e entre os que realizan achegas de débeda –prestamistas–. Calquera combinación do pasivo é, para os efectos da súa repercusión sobre a estrutura económica, indiferente. Non é posible aumentar o valor da empresa a través de decisións de financiamento, senón só polo acertadas que resulten as decisións do investimento.

A “teoría da irrelevancia” partía dunha serie de supostos moi afastados da realidade na que operan as empresas, e foi a sucesiva relaxación destas hipóteses a que conformou a denominada “teoría da estrutura de capital óptima”. Esta teoría establece que cada empresa, en función das súas características, ten unha determinada composición do pasivo que lle permite maximizar o seu valor. A empresa debe alcanzar e manter este nivel de endebedamento óptimo.

A primeira explicación foi a “teoría do *trade off*” ou intercambio entre as vantaxes fiscais da débeda e os custos de quebra (Miller, 1977; De Angelo e Masulis, 1980). Desta primeira aproximación deriváronse xa unha serie de factores que permitían a unha empresa ter un volume de débeda óptimo maior ou menor como, por exemplo, as vantaxes fiscais adicionais á débeda que puidese aplicar ou o maior risco económico do seu negocio. Nos anos noventa os custos de quebra foron substituídos polos custos de dificultades financeiras, que recoñecen que os custos para a empresa se producen non desde o momento en que entra nunha situación concursal, senón desde o momento en que ten dificultades para atender puntualmente os seus pagamentos –e os diferentes grupos externos con intereses na empresa anticipan o prexuízo que isto lles pode supoñer– (John, 1993).

Este novo concepto non contemplou expresamente o problema da asimetría de información entre os que toman as decisións dentro da empresa –xerencia– e todos aqueles grupos externos con intereses nela: accionistas, acredores, provedores e, mesmo, traballadores e clientes. En efecto, este prexuízo pode ser moi acusado para estes grupos externos se, ao abeiro desta asimetría de información, a xerencia actúa no seu propio beneficio –ou no dos propietarios– en detrimento doutros grupos.

Este razoamento é o punto de partida dunha serie de importantísimas teorías da estrutura de capital: a “teoría da axencia”, a “teoría dos *stakeholders*”, a “teoría da orde de preferencias” (*pecking order hypothesis*) e a “teoría xerencial”, que proporcionaron hipóteses moi interesantes sobre os factores que lles permiten a unha empresa ter unha estrutura de capital óptima cun maior ou menor volume de débeda como, entre outras moitas, a xeración de *free cash flow*, a porcentaxe de propiedade da xerencia ou as oportunidades de crecemento da empresa. Algunhas das achegas xerminais e clásicas destes enfoques son as de Jensen e Meckling (1976), Grossman e Hart (1982), Jensen (1986), Smith e Warner (1979), Diamond (1989), Altman (1984), Cornell e Shapiro (1987), Ross (1977), Leland e Pyle (1977), Myers e Majluf (1984) ou Myers (1984).

Actualmente está plenamente aceptado que para cada empresa existe unha estrutura obxectivo en función das súas propias características. Coñécense, pois, a nivel académico e normativo qué variables –rendibilidade, risco económico, estrutura do seu activo, tamaño– lle permiten á empresa adquirir unha ratio de endebedamento maior. O efecto destas variables foi contrastado en multitude de estudos empíricos cuxa estrutura foi moi homoxénea: estudos de tipo transversal nos que a ratio de endebedamento se facía depender de diversas variables empresariais, cuxa significancia e signo permitía o apoio dun ou doutro enfoque teórico. Para o caso español podemos citar os traballos de Saá (1991), Menéndez e González (1996), Maroto e Melle (2000), Menéndez Requejo (2001), Boedo e Calvo (1997), Boedo e Iglesias (2004, 2005), De Andrés Alonso *et al.* (2005), Acedo *et al.* (2005) ou Jiménez e Palacín (2007). Aínda que algúns estudos son máis complexos e permiten introducir en certo modo o dinamismo da decisión de endebedamento, en ningún deles se entrou a valorar se as ratios de endebedamento observadas eran adecuadas ou non, como fora a evolución do endebedamento das empresas e por que, etcétera.

A partir da segunda metade da década de 1990 comezan a aparecer estudos internacionais nos que se comparan as diferenzas na estrutura de capital entre países (Rajan e Zingales, 1995; Demirgüç-Kunt e Maksimovic, 1999) como un primeiro recoñecemento de que non en todas as circunstancias os factores determinantes da estrutura de capital son os mesmos. Con todo, non foi ata este século cando empezaron a aparecer as primeiras publicacións que inclúen como factores determinantes do endebedamento variables representativas da contorna institucional, cultural e macroeconómica na que opera a empresa.

2.2. A INCLUSIÓN DE VARIABLES INSTITUCIONAIS E MACROECONÓMICAS

As empresas operan en contornas institucionais –e culturais– moi diferentes, e estas características tamén afectan ao seu grao de endebedamento. Un primeiro problema para a inclusión destas variables é a súa dificultade de medición: como medir a fortaleza do sistema legal ou o grao de regulación bancaria dun país, por exemplo? Os traballos de La Porta *et al.* (1997, 1998) foron os pioneiros na proposta de unidades de medida de factores de natureza institucional a través de índices agregativos. Moitas investigacións posteriores utilizaron estes mesmos índices ou ben, co mesmo procedemento, crearon outros novos.

Un destes traballos é o realizado por Utrero González (2007), no que como factores determinantes do endebedamento inclúe, ademais das variables empresariais clásicas –rendibilidade, estrutura do activo, oportunidades de crecemento ou aforro fiscal alternativo aos xuros da débeda–, outras de carácter institucional: o grao de protección dos acredores, o grao de protección dos accionistas, os requisitos de información pública das empresas e o nivel de regulación bancaria. Todos os coeficientes destas variables resultaron significativos. Un sistema con maior protección

dos accionistas incentiva o investimento mediante a emisión de accións, o que reduce o apancamento das empresas.

Pola contra, unha lexislación que lles outorga unha especial protección aos acredores ten un efecto positivo sobre o nivel de débeda, o que xustifica a maior predisposición das entidades a prestar en contornas nas que a súa protección é superior. Unha regulación bancaria máis estrita tamén ten un efecto positivo, o que reflectiría que a menor competencia entre os bancos facilita o establecemento de relacións duradeiras coas empresas, e isto permite diminuír os custos de axencia da débeda. Por último, obsérvase que o grao de esixencia da información que han de facer públicas as empresas ten un efecto negativo. O estudo realízase coa base de datos BACH e inclúe once países: Austria, Bélxica, Dinamarca, Francia, Alemaña, Italia, Estados Unidos, Xapón, Holanda, Portugal e España; no caso de Estados Unidos e de Xapón o estudo realízase para o período 1990-1999 e para o sector industrial.

Outro traballo moi interesante nesta liña é o de De Jong *et al.* (2008). Estes autores comprobán, en primeiro lugar, que o efecto das variables empresariais non é o mesmo en todos os países, e nunha segunda fase do estudo examinan a influencia das variables institucionais tanto directamente sobre a estrutura financeira como indirectamente a través do seu efecto sobre as variables empresariais. Inclúe os seguintes factores institucionais e macroeconómicos: o grao de desenvolvemento e eficiencia do funcionamento do sistema xudicial, o desenvolvemento do mercado de accións e do mercado de bonos, a protección de accionistas e acredores, a formación bruta de capital e o crecemento do PIB. Utiliza datos de corenta e dous países da base de datos Compustat para o período 1997-2001. Algúns resultados interesantes son a influencia positiva do crecemento económico medido a través do PIB, e a negativa do grao de protección do acredor. Este resultado, que é contrario á hipótese que os propios autores presentan –e ao resultado obtido previamente por Utrero González (2007)–, xustifícase porque esta maior protección lles outorga aos bancos máis poder de presión sobre as empresas, o que provoca nestas unha maior reticencia a pedir prestado. O traballo tamén mostra que todas estas variables institucionais teñen un importante efecto sobre as características empresariais –na estrutura do activo ou no seu tamaño–, polo que teñen unha notable influencia indirecta sobre o seu endebedamento.

Un traballo que destaca a importancia das condicións da contorna sobre o endebedamento das empresas é o de Gungoraydinoglu e Öztekin (2011), no que se inclúe unha ampla relación de variables relativas aos países, entre as que se poden sinalar a súa presión fiscal, a eficiencia dos procesos de quebra –recursos, tempo que consome a súa resolución–, ou os índices de medida da protección do acredor e dos accionistas, así como variables que miden a calidade dos gobernos e das institucións como, por exemplo, a corrupción, o risco regulatorio ou o funcionamento do sistema legal, incluíndo tamén o efecto da inflación e do crecemento do PIB. O seu principal resultado é a maior relevancia explicativa dos factores empresariais –un

63% da variación do nivel do débeda-, fronte aos factores institucionais. Con respecto a estes últimos, obsérvase que o endebedamento é maior nos países con regulacións que impliquen procesos de quebra menos custosos, cunha maior protección do acreedor, cunha maior transparencia informativa das empresas e cunha maior presión fiscal. O estudo empírico realízase para o período 1991-2006 e para trinta e sete países. Malia utilizar un período temporal tan dilatado, o estudo é de tipo transversal, sen realizar unha valoración de como evolucionou o financiamento con débeda ao longo do tempo.

Unha excelente investigación que si inclúe un exame da traxectoria temporal do endebedamento e doutras variables é o de Frank e Goyal (2009), que é un dos estudos máis completos publicados nos últimos anos dos enmarcados na “teoría da estrutura de capital”. O período temporal comprende desde o ano 1950 ata o 2003, que separa en cinco décadas e nun último tramo formado polos anos 2000 a 2003. Isto permite estudar como variaron os diferentes compoñentes do balance e da conta de resultados, e tamén comprobar se os factores determinantes do endebedamento se manteñen ou se varían no tempo. Inclúe factores empresariais, institucionais e macroeconómicos. De novo, observa a maior importancia relativa dos factores das empresas, como variou o efecto de cada unha delas ao longo do tempo e a influencia do sector ao que pertence a empresa. Entre os factores da contorna, o máis importante é a taxa de inflación. O estudo só inclúe empresas norteamericanas que cotizan en bolsa.

Por último, pódese destacar o traballo de Marqués, Nieto e Del Río (2007), que se centra no efecto de variables macroeconómicas. No período temporal analizado (1990-2004) obsérvase a desaceleración do crédito bancario ata o ano 1995 e o inicio, a partir daquela, dun crecemento continuado e acusado: no período 1996-2004 duplícase a ratio débeda/resultados. Porén, a evolución descendente dos tipos de xuro impide que a ratio xuros/resultados teña o mesmo comportamento. O traballo empírico consiste nun modelo uniecuacional que analiza a contribución das variables PIB (+), tipo de xuro (-), índice xeral da Bolsa de Madrid (-) e excedente bruto de explotación (EBE) (-) ao crecemento interanual do crédito bancario en España. Os resultados son os que figuran entre parénteses, sendo o efecto do tipo de xuro o máis importante, mentres que a evolución da bolsa e o excedente bruto de explotación presentan unha contribución reducida.

2.3. UN ÚLTIMO GRUPO DE TRABALLOS QUE INCLÚEN FACTORES SOCIOLÓXICOS E QUE PROPOÑEN MODELOS DE ALERTA FRONTE A FUTURAS CRISES

Por último, cómpre destacar un grupo de traballos que inclúen aspectos que se poderían catalogar como sociolóxicos. En efecto, a decisión de endebedamento non só é produto dunha conxuntura económica, das características da propia empresa e de variables de tipo institucional dun país ou dunha zona concreta, senón que tamén é froito dunha serie de cambios psicosociais que transformaron o modo en que

se percibe o endebedamento. Este cambio no patrón de conduta vén motivado por multitude de factores e a súa interacción.

Un enfoque moi interesante do problema é que o presenta Palley (2009), quen centra a orixe do exceso de débeda no que denomina a macroeconomía da “financiarización”, entendida como o aumento da importancia das finanzas na economía que terminou transformando o proceso económico. Trátase dun proceso paulatino, cuxo inicio pode situarse nas compras apañadas dos anos oitenta. Estas prácticas permitíanlles ás empresas financiar os seus plans de investimento, freaban as demandas salariais dos traballadores ao estar as empresas máis endebedadas, e deixaban libre o diñeiro dos investidores, o cal favorecía o funcionamento dos mercados ao aumentar as transaccións financeiras neles. Isto produciuse nun momento de avances tecnolóxicos que ía permitindo reducir a masa salarial media e baixa, á vez que se comezaba a practicar unha política de incremento de remuneración aos directivos. Prodúcese, así, unha nova distribución da renda desde os salarios cara aos beneficios e aos directivos, o que supuxo unha ameaza á demanda agregada que a “financiarización” se encargou de evitar aumentando o endebedamento dos consumidores. A innovación e a desregulación financeiras permitiron que a fase de acumulación de débeda durase moito tempo. Por último, sinala o problema da dificultade de predicir como vai evolucionar a “financiarización” –é un proceso dinámico, polo que as series temporais e os estudos transversais deixan de ser efectivos–, e manifesta a importancia de coñecer os múltiples ángulos da orixe do proceso de endebedamento para poder prognosticar a dirección do avance e actuar en consecuencia.

Nos últimos anos moitos outros traballos sinalaron estas cuestións, aínda que dun modo menos sistematizado que o de Palley. En diversos informes tanto académicos como divulgativosponse de manifesto o que algúns autores denominan “trampa do endebedamento”, na que caeron todos os axentes da sociedade, e que é a consecuencia dunha paulatina transformación do modo en que este é percibido. A súa orixe débese a moitos factores que actúan conxuntamente: a supresión das restricións á actividade financeira, o novo paradigma no desenvolvemento tecnolóxico –tecnoloxías da información–, a aparición de novas teorías financeiras que permitían crear e valorar produtos financeiros cada vez máis sofisticados –enxeñería financeira–, a estabilidade macroeconómica –cunha baixa inflación e cun alto emprego–. Todo isto interrelacionado provocou unha sensación de que “o mundo é un sitio seguro”, que fixo perder o medo e non pór límites a tomar prestado –familias, empresas e gobernos– e a prestar –sistema financeiro–. Esta é a conclusión á que chegan Cecchetti, Mohanty e Zampolli (2011). Trátase dun interesante traballo realizado para o Banco Internacional de Pagamentos, no que se pretende coñecer en que punto a débeda pasa de “beneficiosa” a “prexudicial”. Para iso, en primeiro lugar mostra como foi crecendo a débeda –como porcentaxe do PIB– nos diversos países entre os anos 1980 e 2010, ano no que en moitos países se supera amplamente o 300% do PIB, e en segundo lugar formula un modelo de regresión co que

analizar en que nivel de débeda se pon en perigo o crecemento no medio e no longo prazo. A conclusión con respecto á débeda empresarial, aínda que tamén examina as débedas familiar e a governamental, é que comeza a ser prexudicial cando supera o 90% do PIB.

Nesta mesma liña de análise do endebedamento como unha dinámica complexa con moitos factores relacionados podemos incluír o traballo de Stein (2011), cuxa principal achega é a de propoñer un modelo teórico e non *ad hoc* de sinais temperás dunha crise de débeda. Esta explicación teórica baséase nun aspecto que recibiu pouca atención noutros traballos sobre os desencadeantes da crise: os modelos produtivos de cada país. Aborda en que medida as rendibilidades dos seus procesos produtivos son sostibles no tempo –se proceden da produtividade do investimento ou das ganancias de capital–. Así, un modelo produtivo con altos rendementos, pero no curto prazo, unido a uns baixos custos de financiamento e a un alto coeficiente de endebedamento xera valores altísimos de rendibilidade do capital, de acordo coa fórmula clásica de rendibilidade da propiedade:

$$\text{Rendibilidade propiedade} = \text{Rendibilidade económica} + \text{Coef. endebedamento} \times (\text{Rendibilidade económica} - \text{TI da débeda})$$

Cómpre ter presente, e isto esqueceuse no período expansivo, que unha rendibilidade baseada en plusvalías do capital non se poden manter indefinidamente, polo que cando este proceso finaliza, a rendibilidade da propiedade cae, sendo esta caída máis abrupta canto maior sexa o coeficiente de endebedamento. Stein sinala, polo tanto, un aspecto crucial: aínda que hai unha crise global, tamén hai unha crise española, outra grega, outra norteamericana, etc. A economía subxacente de cada país é un factor moi importante na análise do proceso de acumulación de débeda.

3. ESTUDO EMPÍRICO

3.1. DATOS E METODOLOXÍA

Nesta primeira aproximación empírica á análise do proceso de endebedamento que tivo lugar nos anos de expansión, pretendemos coñecer como foi realmente esta evolución temporal en España e se houbo diferenzas con respecto aos países da nosa contorna. Para iso, utilizamos a base de datos BACH, base que se constrúe con datos agregados de balances e de contas de resultados de empresas de once países da Unión Europea.

Nun primeiro momento, o estudo formulouse para varios sectores e tamaños de empresa; porén, dado que se utilizaban diversas variables e países, o número de gráficas e táboas que comentar resultaba excesivo e isto, máis que clarificar, podía confundir ao lector. Por este motivo, finalmente optouse por considerar a media do endebedamento do total das empresas de cada país e estudar dous sectores funda-

mentais: manufacturas e construción. O primeiro xustifícase porque é altamente representativo da actividade empresarial dun país, e o segundo porque foi o sector clave no crecemento e na posterior crise en España.

Como período temporal tomáronse os anos 2000 a 2009. No ano 2000 a base de datos BACH sufriu unha modificación, xa que se incluíron nela novos países e variables, motivo polo que consideramos recomendable comezar neste ano. Malia que a fase de expansión se iniciou a mediados da década de 1990, este período temporal permite observar igualmente un período de gran crecemento e o inicio da crise.

Os países que se incluíron finalmente, ademais de España, son Italia, Portugal, Francia e Alemaña. A elección xustifícase por diversas razóns: inclúense tanto países periféricos, que sofren a crise dun modo máis acusado, como países máis solventes. Todos os países incluídos son continentais, cunha maior orientación ao financiamento bancario, fronte aos anglosaxóns que presentan unha maior orientación ao financiamento do mercado. Son países nucleares dentro de Europa, con estabilidade política e social desde xa hai moitos anos. En realidade, case todos eles son fronteirizos entre si ou, cando menos, moi próximos xeograficamente. Porén, hai grandes desequilibrios entre eles nos seus niveis de desenvolvemento económico, social e institucional. Os seus indicadores son moi diferentes –o PIB *per capita*, a inflación, a taxa de desemprego, o custo laboral, a produtividade–, e tamén son distintos os seus modelos de crecemento, os seus sectores produtivos e as súas diferentes políticas. Por todo isto, a crise tamén é idiosincrásica de cada país. Nesta achega só se analizan as diferenzas relativas a como estes países foron incrementando a súa débeda nestes dous sectores. Relacionar o diferente comportamento relativo ao endebedamento con variables referidas a cuestións culturais, institucionais, macroeconómicas, modelos produtivos, lexislacións ou políticas, entre outras, é o enfoque polo que habemos de continuar no futuro.

O estudo do percorrido temporal do endebedamento empresarial ao longo da primeira década do presente século móstrase mediante gráficas comentadas sobre a base da teoría exposta previamente.

3.2. RESULTADOS

3.2.1. Sector manufactureiro

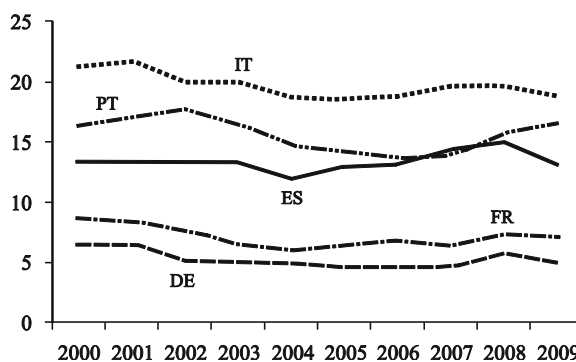
Dentro deste sector inclúense todas as actividades de natureza industrial. Comprende, polo tanto, múltiples subsectores, desde as empresas de alimentación ata a fabricación de vehículos, de mobles, ou a industria farmacéutica.

Os sectores nos que se apoiou a etapa expansiva da economía son moi diferentes duns países a outros o que, unido ao dilatado desa etapa, terminou xerando importantes desequilibrios. Deste modo, ademais dunha crise global, hai unha crise específica de cada país.

Os países considerados teñen estruturas produtivas moi diferentes. Sen entrar nunha descrición detallada do modelo produtivo de cada un deles, xa que isto sería obxecto doutro traballo, si parece conveniente facer unha mención dos sectores máis importantes. Así, mentres que en España foi o sector da construción o que xerou un crecemento superior ao resto dos países, Alemaña baseou o seu crecemento nos seus sectores tradicionais claves –maquinaria, electrodomésticos, vehículos, industria química–, todos eles sectores exportadores. Pola contra, o sector da construción viña sufrindo unha crise xa desde o ano 1995, e non empeza a ter un comportamento levemente positivo ata o ano 2006. Francia e Italia tamén inclúen neste sector manufactureiro industrias claves. Así, Francia ten unha forte industria téxtil, farmacéutica e automobilística, sectores que tamén son importantes en Italia; e en ningún destes dous países se produciu unha burbulla inmobiliaria. O proceso expansivo de Portugal foi menos acusado que o do resto dos países analizados. A súa economía susténtase en sectores que non se desenvolveron tanto como para resultar competitivos no exterior, unha vez superada a etapa de crecemento global –agroalimentario, mobiliario, tabaco, téxtil, turismo–, e o seu crecemento apoiouse en exceso no gasto público.

Comecemos pola análise da ratio clásica de endebedamento: que porcentaxe de investimento total na empresa está financiada con débeda (gráfica 1). Cómpre sinalar que nos restrinximos á débeda procedente das entidades financeiras.

Gráfica 1.- Evolución da ratio débeda bancaria/activo total no sector manufactureiro, 2000-2009



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

FONTE: Elaboración propia a partir da base de datos BACH.

A simple vista xa se observa un comportamento moi diferente entre dous grandes grupos de países. Así, mentres que Alemaña e Francia mantiveron posicións moderadas e estables no tempo –Alemaña móvese entre un 5% e un 6%, e Francia entre un 6% e un 8%–, as ratios de endebedamento de España e de Portugal dupli-

can o valor daqueles. España mantense durante case todo o período en niveis superiores a un 13%, cun ascenso nos anos 2007 e 2008, nos que alcanza un 15%, non producíndose o desendebedamento ata o ano 2009. Portugal, pola súa parte, oscilou entre un 14% e un 17%, aínda que xa desde o ano 2002 se observa un proceso de descenso continuado da débeda, pero cun inesperado aumento nos anos 2008 e 2009. O volume máis elevado de débeda sobre o investimento total é para as empresas italianas, con niveis próximos a un 20%. Con todo, o caso italiano é moi particular, xa que ao diferenciar entre débeda no longo e no curto prazo se observa que a cifra se debe a esta última.

Nos países periféricos o endebedamento non só non se foi suavizando, senón que se acentuou na fase final do ciclo de crecemento –entre os anos 2004 e 2007–, alcanzando o seu nivel máximo no ano 2008, comezando a descender só a partir de aquí. Porén, se se observan os índices macroeconómicos, pode comprobarse que as taxas de crecemento xa eran menores. Isto apoia o efecto psicolóxico da sensación colectiva de perpetuidade dunha situación de expansión. Tamén cómpre ter en conta a incidencia dos baixos tipos de xuro ao longo dos anos 2004 e 2005. Así e todo, desde o comezo do ano 2006 empeza un ascenso continuado do euribor, que alcanza o seu máximo a finais do ano 2008, para caer bruscamente desde principios do ano 2009, sen que isto se acompañe dunha redución ou, cando menos, dunha estabilización do nivel de débeda.

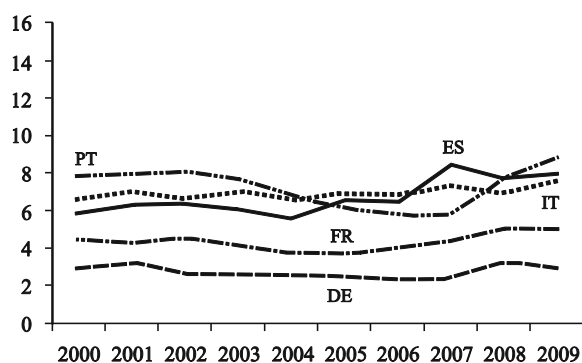
Na análise do nivel total de débeda é interesante diferenciar entre a porcentaxe de débeda no longo prazo, indicativa do seu financiamento estrutural, e o endebedamento no curto prazo destinado, en principio, a cubrir desaxustes de liquidez.

Nas gráficas 2 e 3 o que primeiro chama a nosa atención é o elevado volume de débeda no curto prazo no endebedamento total. Isto sorpréndenos polas características do sector analizado –o sector industrial e, polo tanto, con estruturas produtivas con maiores porcentaxes de activo non corrente– e polo tipo de débeda incluída –só a débeda bancaria, polo que non están incorporados nin os provedores nin os acredores na débeda no curto prazo–.

Alemaña e Francia seguen mantendo niveis moderados e sen grandes oscilacións tanto na débeda no longo coma no curto prazo, aínda que podemos sinalar que o maior volume de débeda das empresas francesas é producido pola débeda no longo prazo. En España, ata o ano 2006 incluído, o volume de débeda bancaria no curto prazo supera o da débeda no longo prazo. Con todo, o maior endebedamento das empresas dos anos 2007 e 2008 prodúcese nesta última, o que corrixe este desequilibrio. Sorprende, pois, que no período previo ao estoupido mediático da crise –que se pode datar coa quebra de *Lehmann Brothers* en setembro de 2008–, e cando os indicadores mostraban xa un esgotamento do ciclo, se produza un aumento da débeda no longo prazo. En Portugal a forma da curva de débeda total é debida, principalmente, ás variacións da débeda no longo prazo, cun descenso no período 2002-2007 e cun aumento bienio 2008-2009. A excepción destes dous últimos

anos, a cifra de débeda bancaria no curto prazo sempre foi superior á da débeda no longo prazo. Por último, e con respecto ao caso de Italia, cómpre sinalar que presenta a débeda total máis elevada de todos os países analizados, que está próxima a un 20%, pero que en gran parte do período case os dous terzos da súa débeda total era no curto prazo. O nivel de débeda no longo prazo mantívose nun nivel similar ao das empresas españolas.

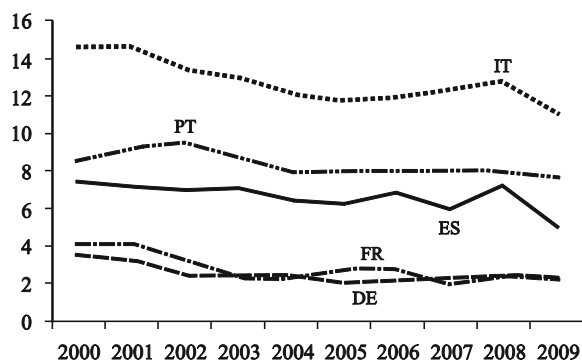
Gráfica 2.- Evolución da ratio débeda bancaria no medio e no longo prazo/activo total no sector manufactureiro, 2000-2009



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

FONTE: Elaboración propia a partir da base de datos BACH.

Gráfica 3.- Evolución da ratio débeda bancaria no curto prazo/activo total no sector manufactureiro, 2000-2009



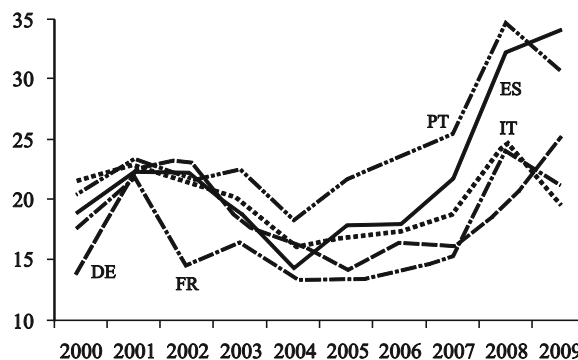
NOTA: IT: Italia; PT: Portugal; ES: España; FR: Francia; DE: Alemaña.

FONTE: Elaboración propia a partir da base de datos BACH.

Unha das medidas máis ilustrativas da idoneidade do nivel de débeda dunha empresa é a súa capacidade para facerlles fronte aos gastos financeiros que esa débeda xera. A base de datos BACH presenta este indicador relacionando os xuros da débeda co beneficio de explotación, o que vén a ser o inverso da ratio clásica de cobertura. O seu valor indica a importancia dos gastos financeiros en relación coa cifra do beneficio propio do negocio.

Na gráfica 4 obsérvase que a evolución é similar en todos os países examinados: dunha senda crecente ao inicio pásase a un período de descenso entre os anos 2001 e 2004 o que, sen dúbida, está motivado pola etapa de bos resultados empresariais e pola contorna dos baixos tipos de xuro do bienio 2003-2004. A partir do ano 2004 comeza un período de deterioración desta ratio, aínda que desigual entre os países, sendo España e Portugal os que presentan un peor comportamento. Así, España pasa dun 18% no ano 2005 a un 34% no 2009. A liña ascendente de Portugal é case paralela á de España, pero con máis de tres puntos por riba. Este comportamento coincide coa etapa de aumento do tipo de xuros, aínda que tamén é consecuencia dos menores beneficios empresariais en comparación coa primeira metade da década. Francia, Italia e Alemaña manteñen esta ratio en niveis moderados ata o ano 2007, aumentando no bienio 2008-2009, xa que nestes dous anos o euríbor está en niveis máis altos. Malia iso, finalizan o decenio cunha ratio moito máis favorable que España e Portugal. Nesta ratioponse de manifesto a importancia das actividades produtivas de cada país, ao observarse unha maior deterioración da dita ratio nos países con modelos de crecemento non sostibles no longo prazo. Así, en España é evidente que a evolución desta ratio está moi vinculada ao sector de construción, tal e como se comprobará no seguinte epígrafe.

Gráfica 4.- Evolución da ratio xuros/BAIT no sector manufactureiro, 2000-2009



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

FONTE: Elaboración propia a partir da base de datos BACH.

3.2.2. Sector da construción

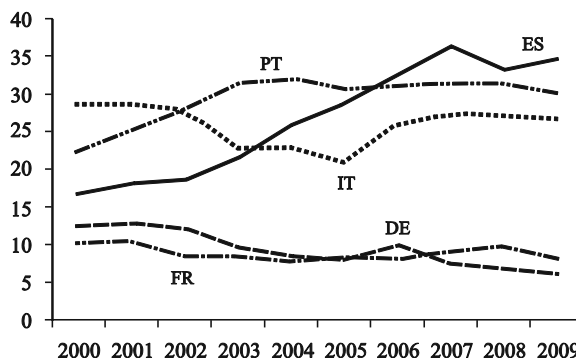
No cabe dúbida de que no noso país a construción foi o sector clave da etapa expansiva. Arredor deste sector xerouse toda unha industria auxiliar e unha intensa actividade comercial que deron lugar a taxas de crecemento superiores ás do resto dos países da nosa contorna.

O problema dun crecemento baseado na construción é que o beneficio procedía das plusvalías e non da rendibilidade do investimento realizado. Estas altas plusvalías producíronse por unha burbulla especulativa –incremento anormal dos prezos–, con respecto á que sinalamos que, aínda que non se pode identificar claramente o seu inicio –durante moitos anos non existiu un acordo sobre se se estaba producindo ou non este fenómeno especulativo–, en cambio si se coñece o seu final –a finais do ano 2007–. O resultado da explosión desa burbulla foi a caída de todo un sistema creado en torno a este sector e a finalización dun modelo de crecemento, o que xera unha crise especificamente española que se une ás dificultades da conxuntura internacional. O crecemento do sector da construción tamén tivo un gran protagonismo na economía portuguesa, aínda que non cos niveis da española, mentres que no resto dos países contemplados non se produciu este proceso.

Dado que este sector é un dos grandes responsables do endebedamento empresarial –e tamén das familias– en España, parécenos moi interesante observar como foi a evolución no seu financiamento en comparación con outros países.

Ao igual que no sector anterior, comézase polo estudo da evolución temporal da ratio de endebedamento total, incluíndo de novo só a débeda bancaria (gráfica 5).

Gráfica 5.- Evolución da ratio débeda bancaria/activo total no sector da construción, 2000-2009



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

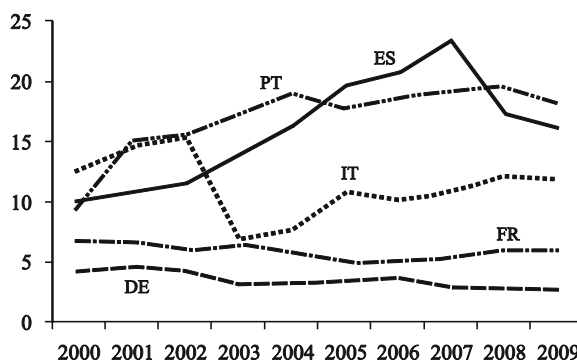
FONTE: Elaboración propia a partir da base de datos BACH.

O primeiro que chama a atención é a escalada de endebedamento das empresas españolas: desde un xa elevado 17% no ano 2000 ata chegar case a un 40% no ano

2007, e finalizando o período analizado cun 35% do seu activo financiado con débeda. Esta evolución é, certamente, idiosincrásica do noso país non só polas contías, senón polo seu acusado crecemento, que contrasta coa estabilidade do sector en Francia e en Alemaña: no primeiro a débeda mantívose entre un 8% e un 10% durante todo o decenio, mentres que as empresas alemás do sector diminuíron o seu nivel medio de débeda desde un 12,44% no ano 2000 ata un 6,17% no 2009. Portugal tamén experimenta un crecemento da débeda neste sector, pero durante un período máis temperán –ata o ano 2003–, pasando posteriormente a manterse durante os seis anos restantes (2004-2009) nun nivel estable, aínda que certamente elevado: cun 30% do seu activo financiado con débeda. A evolución desta ratio nas empresas italianas debuxa unha forma de “U”, cunha débeda próxima a un 28% no inicio e no final da década, baixando ata un 22% no trienio 2003-2005.

Se se diferencia entre a débeda no longo prazo e no curto prazo (gráficas 6 e 7), obsérvase que en España o crecemento ata o ano 2007 é máis acusado na débeda no longo prazo; a partir dese ano, este tipo de débeda descende considerablemente, coincidindo coa etapa de incremento máis acusado da débeda no curto prazo. Así, mentres que ao principio do período é un 17% de débeda total, 10 puntos son no longo e 7 no curto prazo; no ano 2009 do 35% de endebedamento total, a débeda no longo é de 16 puntos e a débeda no curto supera os 18 puntos. Este é un dato que consideramos interesante: ata o ano 2007 a débeda no longo aumenta, o que reflicte que nin por parte das empresas nin por parte das entidades financeiras se anticipa o final do ciclo. Logo do pico dese ano, a caída é brusca na débeda no longo prazo e, porén, o endebedamento no curto prazo segue aumentando.

Gráfica 6.- Evolución da ratio débeda bancaria no medio e no longo prazo/activo total no sector da construción, 2000-2009

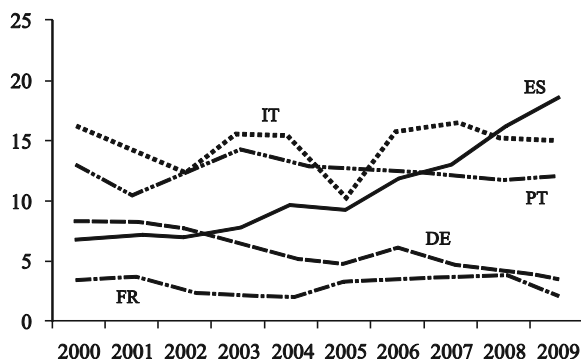


NOTA: IT: Italia; PT: Portugal; ES: España; FR: Francia; DE: Alemaña.

FONTE: Elaboración propia a partir da base de datos BACH.

Con respecto ao resto dos países, obsérvase que en Portugal o ascenso inicial da débeda se debe principalmente á débeda no longo prazo, xa que a débeda no curto prazo se mantén en niveis dun 12% do seu activo total –a curva da débeda no curto prazo é case plana, aínda que lixeiramente decrecente desde o ano 2003–. Alemaña e Francia mantéñense en niveis moi inferiores de débeda no longo prazo, ambas as dúas rodean a liña do 5%. Para o caso alemán, é a débeda no curto prazo a que provoca o descenso no endebedamento medio do sector do principio do período.

Gráfica 7.- Evolución da ratio débeda bancaria no curto prazo/activo total no sector da construción, 2000-2009



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

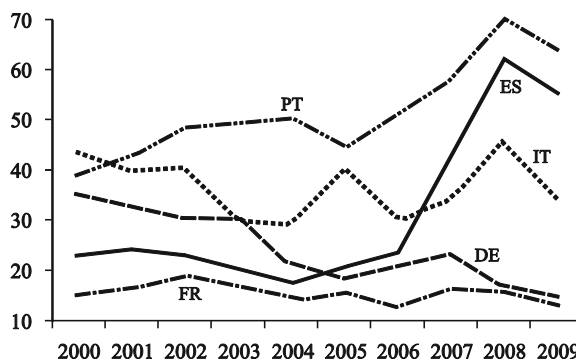
FONTE: Elaboración propia a partir da base de datos BACH.

Examinemos, por último, como se comportou a ratio que relaciona os xuros co beneficio de explotación no sector da construción (gráfica 8). Nesta gráfica vemos que o eixe de ordenadas ten que tomar valores de ata un 70% como consecuencia do importante ascenso desta ratio en España e en Portugal. En España, aínda que existe un certo descenso desta ratio, pois pasa desde un 23% no ano 2000 ata un 18% no 2004 –igual, pois, á cifra do sector industrial–, a partir dese ano comeza unha escalada que primeiro toma unha forma moderada (ata o ano 2006) para, posteriormente, adquirir unha acusada pendente, chegando o pagamento de xuros a superar un 62% do beneficio de explotación no ano 2008. Non nos pode sorprendere o valor tan elevado que presenta esta cifra, posto que xa se producira o estoupido da burbulla no sector, pero si o feito de que, malia que os tipos foron máis baixos no bienio 2004-2005, xa se estaba producindo un aumento desta ratio. Esta evolución consideramos que é moi ilustrativa porque indica que xa desde o ano 2004, pero especialmente desde o ano 2006, esta ratio aumenta de maneira espectacular, polo que unha extensión moi interesante deste traballo sería discernir en que medida o aumento deste indicador é o resultado dun aumento da débeda, dun aumento do

custo da débeda ou dun empeoramento dos resultados do sector, é dicir, coñecer a contribución de cada unha das variables que interveñen nesta ratio na evolución do seu valor.

En relación con esta ratio sorprende que a situación das empresas portuguesas aínda sexa máis preocupante. Manteñen en todo o período analizado ratios superiores a un 40%, chegando a un 70% no ano 2008. Isto contrasta coa evolución de Alemaña e de Francia, que terminan o período con ratios próximas a un 14%. Francia mantén esta ratio en niveis estables todo o período, e en Alemaña ten lugar un descenso continuado durante toda a década, comezando en niveis do 35% e finalizando con algo menos dun 15%.

Gráfica 8.- Evolución da ratio xuros/BAIT no sector da construción, 2000-2009



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

FONTE: Elaboración propia a partir da base de datos BACH.

4. CONCLUSIÓNS E LIÑAS FUTURAS DE INVESTIGACIÓN

Neste traballo propónse un novo enfoque da análise do proceso de endebedamento. O seu punto de partida foi a ausencia dunha alerta da situación de excesivo endebedamento que, finalmente, deveu como unha das principais causas da actual crise. Resulta sorprendente que, dado que o grao de endebedamento é un tema clásico de estudo e análise tanto na área das finanzas coma no nivel macroeconómico e agregado, non se observase unha liña perceptible de denuncia deste proceso desde os ámbitos académico, institucional ou divulgativo. Isto lévanos á conclusión de que o modo en que se abordou o estudo da decisión de asumir débeda presentaba importantes carencias.

Desde o noso punto de vista, un dos motivos foi a ausencia dunha interrelación entre as diferentes perspectivas desde as que se abordou a análise do endebedamento. Este non é estático nin illado, senón que está inmerso nunha realidade dinámica

e complexa da que é preciso coñecer todas as súas vertentes. Así, efectivamente, a empresa pode ter unha estrutura obxectivo dependente en gran medida das súas propias características, aínda que tamén pertence a un determinado sector, está inmersa nun país cun modelo de crecemento concreto, está suxeita a unha serie de lexislacións, inclúese nunha contorna institucional e cultural determinada, e está sometida á influencia de variables macroeconómicas.

Neste traballo realízase unha revisión de todos os enfoques que fan referencia a estes distintos aspectos, agrupándoos en tres grandes tipos: factores empresariais, factores institucionais e macroeconómicos e factores sociolóxicos. Isto permítenos ter unha visión completa do problema para propoñer un novo enfoque no estudo do proceso de endebedamento, que non só interrelaciona todos estes puntos de vista, senón que tamén os amplía.

Esta nova visión teórica ha de ir acompañada dunha nova formulación empírica. Neste plano é necesario avanzar cara a estudos máis amplos e comprometidos: por que se produciron os diferentes percorridos de endebedamento, en que sectores e en que tipos de empresas, que factores explican esta evolución, cal pode ser a tendencia no futuro, etcétera. Trátase dun enfoque moi ambicioso que cómpre ir elaborando e mostrando en diferentes fases.

Neste artigo propuxémonos como primeira aproximación coñecer como foi a evolución do endebedamento empresarial en España e as súas diferenzas con outros países da nosa contorna. Polas características da base de datos utilizada –a base BACH– elixiuse o período 2000-2009. Así mesmo, escolléronse os seguintes países: España, Italia, Portugal, Francia e Alemaña, centrándonos en dous sectores: o sector manufactureiro e o sector da construción.

No sector manufactureiro, e con respecto á porcentaxe total de activo financiado con débeda bancaria, obsérvanse con claridade dous grupos de países: Francia e Alemaña mantiveron posicións moderadas e estables, mentres que o resto asumiron ratios moito máis elevadas e con maiores oscilacións.

De todo o ciclo expansivo –que contemplado en toda a súa amplitude, aínda que varía entre países, comprendería o período 1995-2008–, os anos nos que o endebedamento experimenta un crecemento maior son os anos comprendidos entre o 2004 e o 2008, no que alcanza o seu punto máximo. Vemos, pois, que na fase final do ciclo expansivo, cando os indicadores mostraban xa índices de crecemento decrecentes da economía, é cando se produce a maior acumulación de débeda. No caso de España, ademais, o crecemento do endebedamento foi máis elevado na débeda no longo prazo, e especialmente acusado no sector da construción, onde alcanza un 40% no ano 2007.

Isto pon de manifesto unha cuestión que agora sinalan moitos autores: a reacción dos mercados presenta un comportamento non lineal, de maneira que nos períodos de crecemento se tende a infravalorar o risco e nos períodos de incerteza poden chegar a sobre-reaccionar. De feito, os acredores tanto exteriores como da eurozona –e por iso tamén as entidades financeiras como principais prestamistas das

empresas– asumiron que non había risco de non pagamento e non impuxeron unha prima de risco a países como España, Portugal ou, mesmo, Grecia ata o ano 2009. En suma, os mercados non foron corrindo a situación relativa ao endebedamento empresarial senón que, pola contra, na fase final do ciclo, cando xa se podían observar sinais do seu esgotamento, foi cando tivo lugar o aumento máis acusado.

Unha variable cunha evolución moi ilustrativa é a que expresa a cifra total pagada en concepto de xuros en relación co beneficio de explotación. Logo dun descenso entre os anos 2001 e 2004, comeza un período de deterioración desta ratio, especialmente acusado en España e, sobre todo, en Portugal.

Consideramos moi interesante discernir en que medida o aumento desta ratio se debe ao aumento da débeda, ao aumento do custo desta –desde o ano 2006 o euríbor experimenta unha suba continuada– ou á redución do beneficio de explotación da actividade empresarial. Outra extensión moi interesante sería observar como se comportou esta ratio en diversos sectores, de modo que se puidera singularizar o efecto da economía subxacente en cada país.

En relación co punto anterior, se nos limitamos ao sector da construción, en España a deterioración desta ratio apréciase claramente desde o ano 2004, sendo moi evidente e marcada desde o ano 2006, chegando a supoñer o pagamento de xuros un 62% do beneficio de explotación das empresas no ano 2008. A evolución desta ratio en Portugal aínda é peor. Pola contra, non se observa este percorrido en Francia nin en Alemaña.

O estudo empírico que se inicia con esta achega está avanzando actualmente nas seguintes liñas:

- Incluir máis sectores para poder coñecer mellor a relación entre a economía subxacente de cada país e a evolución do seu endebedamento empresarial.
- Profundar na evolución de variables macroeconómicas (crecemento do PIB, tipo de xuro e outras) en relación co endebedamento, e coñecer o grao de elasticidade que presenta cada país con respecto a cambios nestas variables. Así, os estudos preliminares xa realizados permiten ver que España ten, por exemplo, un maior grao de elasticidade que outros países en relación coa variación do custo da débeda.
- Avanzar no coñecemento dos aspectos psicolóxicos e sociolóxicos do problema, unha cuestión que agora se mostra como importante, pero sobre a que se avanzou pouco no plano empírico e que consideramos que é un reto importante.
- As análises previas permitirán realizar un ambicioso estudo que contemple todos os anteriores e que posibilite avanzar no coñecemento de cal foi a contribución de cada tipo de factor (empresarial, institucional, macroeconómico, sociolóxico) no crecemento do crédito empresarial en España e a súa comparación con outros países.

Todo isto permitirá obter conclusións que imposibiliten que este proceso de acumulación imprudente de débeda se repita no 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 financieras 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 unha tradución 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 unha tradución 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.