



UNIVERSIDAD DE DEUSTO

Facultad de CC.EE. y Empresariales (ESTE)

**UN ANÁLISIS INTERNACIONAL DE LAS PRIMAS DE
RIESGO FIJADAS POR LOS INTERMEDIARIOS
FINANCIEROS.**

TESIS DOCTORAL

Presentada por Dña. Cristina ITURRIOZ LANDART
Dirigida por la Dra. Dña. Ana Isabel FERNÁNDEZ ALVAREZ

La Directora

La doctoranda

San Sebastián, julio de 1998

A mi padre

AGRADECIMIENTOS

Para la realización de esta tesis doctoral ha sido fundamental el apoyo de personas e instituciones a las que quiero expresar mi gratitud.

En primer lugar, agradezco a la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales (ESTE) de la Universidad de Deusto haber puesto a mi disposición los medios necesarios para la realización de esta investigación y al Departamento de Educación, Universidades e Investigación del Gobierno Vasco la concesión de la beca predoctoral para la realización de la misma.

Asimismo quiero manifestar mi gratitud al Dr. Francisco José Olarte por su apoyo e interés en la buena marcha de este proyecto y a la Dra. Olga Rivera por su ayuda en la definición del trabajo y aportaciones para la mejora del mismo.

Por otra parte, deseo reconocer la colaboración de diversas personas y en especial de Pedro Gil (Universidad de Oviedo), Cristina Aragón, Juan José Gibaja, Fernando López de Vicuña e Iñaki García que me brindaron su tiempo y esfuerzo en diferentes aspectos del trabajo.

Quiero expresar mi sincera gratitud a la Directora de esta tesis Ana Isabel Fernández tanto por el aliento y la confianza depositada en mí y en mi proyecto durante la totalidad del proceso de realización del mismo, como por sus orientaciones y consejos que han constituido un valioso proceso de aprendizaje y han permitido la culminación de esta tesis.

Por último quiero agradecer el apoyo incondicional de mis compañeros de Facultad, de mis amigos y especialmente de mi familia, con los que he vivido y disfrutado todo este tiempo.

Gracias a todos.

ÍNDICE



ÍNDICE.....	i
INTRODUCCIÓN.....	1
CAPÍTULO 1. EL PAPEL DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS EN LA FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA.....	9
1.1. - INTRODUCCIÓN.....	11
1.2. - LA FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA A TRAVÉS DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS.....	11
1.2.1. - Transformación de activos y adecuación a las necesidades de oferentes y demandantes de fondos.....	15
1.2.2. - La obtención y tratamiento de la información.....	17
1.2.3. - La labor de supervisión.....	19
1.2.4. - Mantenimiento de relaciones a largo plazo.....	22
1.3. - CARACTERÍSTICAS DE LOS DISTINTOS MODELOS DE SISTEMA FINANCIERO : SU INFLUENCIA EN LA FUNCIÓN DE PROVISIÓN DE FONDOS A LA ECONOMÍA.....	26
1.3.1. - El modelo de sistema financiero orientado hacia los intermediarios.....	28
1.3.1.1. - Orígenes del modelo de sistema financiero orientado hacia los intermediarios.....	29
1.3.1.2. - Características principales : banca universal, relaciones a largo plazo y control interno.....	30
1.3.1.3. - La labor de provisión de financiación crediticia de los intermediarios financieros.....	35
1.3.2. - El modelo de sistema financiero orientado hacia los mercados.....	39
1.3.2.1. - Orígenes del modelo de sistema financiero orientado hacia los mercados.....	40
1.3.2.2. - Características principales : banca especializada, relaciones transaccionales y control externo.....	41
1.3.2.3. - La labor de provisión de financiación crediticia de los intermediarios financieros.....	45
1.3.3. - Convergencia entre los modelos de sistema financiero.....	47

CAPÍTULO 2. LA OBTENCIÓN DE FINANCIACIÓN CREDITICIA A TRAVÉS DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS.....	55
2.1. - INTRODUCCIÓN.....	57
2.2. - EL PROCESO DE EVALUACIÓN DE LAS SOLICITUDES DE FONDOS.....	58
2.2.1. - La obtención de información.....	59
2.2.2. - Variables indicadoras del nivel de riesgo.....	61
2.2.2.1. - Variables del entorno general.....	62
2.2.2.2. - Variables sectoriales.....	64
2.2.2.3. - Variables empresariales.....	65
2.2.3. - Métodos de evaluación de los prestatarios.....	71
2.3 - EL RACIONAMIENTO DE CRÉDITO.....	78
2.4. - EL ESTABLECIMIENTO DE CONDICIONES.....	82
2.4.1. - El tipo de interés.....	82
2.4.2. - Las garantías.....	86
2.4.3. - El vencimiento.....	90
2.4.4. - El tamaño del préstamo y otras condiciones.....	91
2.5. - LA PROBLEMÁTICA DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA EN LA OBTENCIÓN DE FINANCIACIÓN.....	92
2.5.1.- Acceso a la financiación bancaria.....	97
2.5.2. - Las asimetrías de información.....	99
2.5.3. - Exigencia de garantías.....	102
2.5.4 - Fijación de los tipos de interés.....	104
2.5.5. - Instrumentos facilitadores en la provisión de financiación a la pequeña y mediana empresa.....	106

CAPÍTULO 3. ANÁLISIS DE LAS PRIMAS DE RIESGO FIJADAS POR LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS EN LA FINANCIACIÓN CREDITICIA.....	117
3.1. - INTRODUCCIÓN.....	119
3.2. - OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN.....	120
3.3. - HIPÓTESIS A CONTRASTAR.....	121
3.4. - BASE DE DATOS Y METODOLOGÍA.....	125
3.4.1. - Base de datos.....	125
3.4.2. - Descripción de la metodología.....	128
3.4.3. - Definición de las variables.....	140
3.4.3.1. - Ratios económico-financieras indicadoras del nivel de riesgo.....	142
3.4.3.2. - Otras variables empleadas.....	149
3.4.3.3. - Patrones de comportamiento.....	150
3.5. - ANÁLISIS DE RESULTADOS.....	152
3.5.1. - Verificación del efecto país y el efecto sector de actividad en los valores de las primas de riesgo.....	152
3.5.2. - Verificación del efecto estrato de tamaño.....	160
3.5.3. - Determinación de los patrones de comportamiento vigentes en los distintos países analizados.....	165
3.5.4. - Clasificación de países en función de los valores de la prima de riesgo y de las variables indicadoras del nivel de riesgo.....	176
CONCLUSIONES.....	183
BIBLIOGRAFÍA.....	197

ANEXO 1. EL PROYECTO B.A.C.H.	221
A1.1. - ORIGEN Y CARACTERÍSTICAS GENERALES.....	223
A1.2. - ARMONIZACIÓN Y LIMITACIONES.....	224
A1.3. - DESCRIPCIÓN DE LOS DATOS DISPONIBLES.....	227
A1.3.1. - Descripción de los datos suministrados hasta 1995.....	227
A1.3.1.1. - Ámbitos territoriales.....	227
A1.3.1.2. - Desagregación por sectores de actividad.....	228
A1.3.1.3. - Desagregación por estratos de tamaño.....	228
A1.3.1.4. - Variables de Cuenta de Pérdidas y Ganancias y de Balance.....	229
A1.3.2. - Descripción de los datos suministrados a partir de 1997.....	231
A1.3.2.1. - Ámbitos territoriales.....	231
A1.3.2.2. - Desagregación por sectores de actividad.....	231
A1.3.2.3. - Desagregación por estratos de tamaño.....	232
A1.3.2.4. - Variables de Cuenta de Pérdidas y Ganancias y de Balance.....	232
ANEXO 2. SALIDAS ESTADÍSTICAS	243
A2.0. - DICCIONARIO DE VARIABLES.....	245
A2.1. - DISTRIBUCIÓN DE LAS VARIABLES INDEPENDIENTES FRENTE A LA VARIABLE DEPENDIENTE.....	246
A2.1.2. - Distribución de la variable dependiente en torno a los diferentes niveles de los factores.....	246
A2.1.3. - Supuesto de homogeneidad de pendientes.....	256
A2.1.3.1. - Supuesto homogeneidad de pendientes Hipótesis 1.....	256
A2.1.3.2. - Supuesto de homogeneidad de pendientes Hipótesis 2.....	258
A2.2. - VERIFICACIÓN DE LAS HIPÓTESIS.....	261
A2.2.1. - Verificación de la Hipótesis 1.....	261
A2.2.2. - Verificación de la Hipótesis 2.....	263
A.2.2.2.1. - Verificación de la Hipótesis 2: Análisis de covarianza.....	263
A.2.2.2.2. - Verificación de la Hipótesis 2: Análisis cluster.....	265
A2.3. - OTROS ANÁLISIS REALIZADOS PARA COMPROBAR LA ESTABILIDAD DE LOS RESULTADOS.....	267
A2.3.1. - Actualización de verificación de hipótesis 1 para el periodo 1991-1995.....	267
A2.3.2. - Análisis realizados con la variable prima de riesgo calculada en base al tipo de interés interbancario a tres meses.....	268
A2.3.3. - Otros análisis realizados.....	270

ÍNDICE DE GRÁFICOS

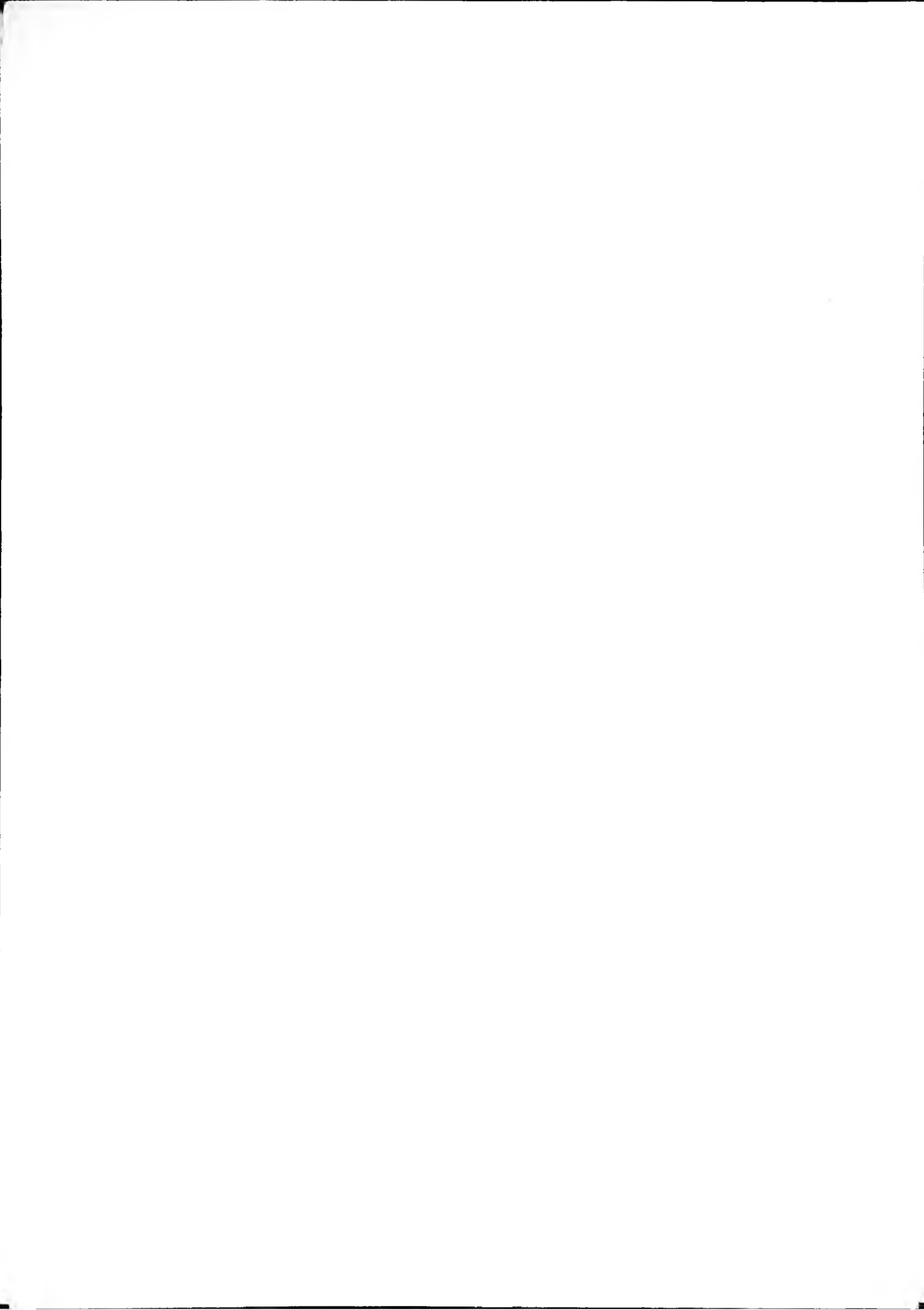
GRÁFICO 1 - SUPUESTO DE HOMOGENEIDAD DE PENDIENTES.....130
GRÁFICO 2 - SUPUESTO DE NO HOMOGENEIDAD DE PENDIENTES133

ÍNDICE DE CUADROS

CUADRO 1 - SECTORES DE TRABAJO.....127
CUADRO 2 - RATIOS ECONÓMICO-FINANCIERAS.....148
CUADRO 3 - RATIOS ECONÓMICO-FINANCIERAS IDENTIFICADORAS DE LOS PATRONES DE COMPORTAMIENTO DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS.....151
CUADRO 4 - ANÁLISIS DE COVARIANZA: EFECTO PAÍS Y EFECTO SECTOR.....155
CUADRO 5 - ESTIMACIÓN DE PARÁMETROS: EFECTO PAÍS Y EFECTO SECTOR.....158
CUADRO 6 - ANÁLISIS DE COVARIANZA: EFECTO ESTRATO DE TAMAÑO.....163
CUADRO 7 - ANÁLISIS DE COVARIANZA: ALEMANIA.....166
CUADRO 8 - SIGNIFICATIVIDAD RATIOS ECONÓMICO-FINANCIERAS: ALEMANIA.....167
CUADRO 9 - ANÁLISIS DE COVARIANZA: FRANCIA.....168
CUADRO 10 - SIGNIFICATIVIDAD RATIOS ECONÓMICO-FINANCIERAS: FRANCIA.....169
CUADRO 11 - ANÁLISIS DE COVARIANZA: ITALIA.....170
CUADRO 12 - ANÁLISIS DE COVARIANZA: REINO UNIDO.....171
CUADRO 13 - SIGNIFICATIVIDAD RATIOS ECONÓMICO-FINANCIERAS: REINO UNIDO...172
CUADRO 14 - ANÁLISIS DE COVARIANZA: ESPAÑA.....173
CUADRO 15 - SIGNIFICATIVIDAD RATIOS ECONÓMICO-FINANCIERAS: ESPAÑA.....174
CUADRO 16 - IDENTIFICACIÓN DE PATRONES DE COMPORTAMIENTO EN LOS PAÍSES ANALIZADOS.....175
CUADRO 17 - ANÁLISIS CLUSTER: COMPOSICIÓN DE EJES.....176
CUADRO 18 - ANÁLISIS CLUSTER: DESCRIPCIÓN DE LOS GRUPOS A TRAVÉS DE LOS EJES E INDIVIDUOS.....178
CUADRO 19 - DESCRIPCIÓN DE LOS GRUPOS A TRAVÉS DE LAS VARIABLES CUANTITATIVAS.....179
CUADRO 20 - CLASIFICACIÓN SECTORIAL DEL PROYECTO B A C H.....234

CUADRO 21 - VARIABLES DE BALANCE Y CUENTA DE RESULTADOS DE PROYECTO B.A.C.H.....	235
CUADRO 22 - CLASIFICACIÓN SECTORIAL DEL PROYECTO B A C H - nueva serie -	239
CUADRO 23 - VARIABLES DE BALANCE Y CUENTA DE RESULTADOS DE PROYECTO B A C H - nueva serie -	240
CUADRO 24 - DICCIONARIO DE LAS VARIABLES EMPLEADAS EN LA INVESTIGACIÓN	245

INTRODUCCIÓN



Este trabajo se centra en el estudio de las primas de riesgo fijadas por los intermediarios financieros en la financiación crediticia con un doble propósito. Por un lado, verificar si las diferentes características de los sistemas financieros, el sector de actividad donde compite la empresa prestataria o el tamaño de ésta, afectan significativamente a los valores de las primas de riesgo de las operaciones crediticias. Y por otro lado, identificar los patrones de comportamiento que siguen los intermediarios financieros de diferentes países para determinarlas.

La función de los intermediarios financieros en la provisión de crédito a las empresas, se justifica por la eliminación de las fricciones o imperfecciones que existen cuando las empresas acceden directamente a los mercados en busca de recursos. La intermediación financiera permite la adecuación a las necesidades de los prestatarios, asume la evaluación de las características del proyecto y del prestatario a financiar, realiza la supervisión de las actuaciones del prestatario y facilita el establecimiento de compromisos a largo plazo.

El papel ejercido por los intermediarios financieros en la provisión de financiación empresarial, varía en función de las características de los sistemas financieros de distintos países. El carácter de las relaciones que se establecen entre entidades prestamistas y empresas prestatarias, el grado de desarrollo de los mercados de valores y los sistemas de control empresarial condicionan la labor de los intermediarios financieros como proveedores de

financiación en distintos países. Como consecuencia, los procesos de obtención de información, evaluación y supervisión del prestatario, así como los incentivos para proveer financiación a largo plazo, se ven afectados por las características propias de cada sistema financiero.

De acuerdo con los objetivos planteados, la tesis se estructura en tres capítulos. El capítulo uno analiza el papel de los intermediarios financieros como financiadores de la economía. En primer lugar, se presenta a los intermediarios financieros como agentes reductores de las imperfecciones de los mercados en la provisión de financiación. A continuación, se describen el distinto origen y características estructurales de los modelos de sistema financiero identificados en la literatura como son el modelo de sistema financiero orientado hacia los intermediarios y el modelo de sistema financiero orientado hacia los mercados, con objeto de identificar sus características diferenciales más importantes. Tras este análisis, se procede a poner de manifiesto la influencia de dichas características en la labor de provisión de financiación crediticia llevada a cabo por los intermediarios financieros; analizando, la obtención de información, la supervisión, el control, las vías de resolución de conflictos y la provisión de financiación a largo plazo.

El capítulo dos se centra en la concesión de financiación crediticia a través de los intermediarios financieros. En primer lugar, se estudia el proceso de evaluación de las solicitudes de fondos, analizando tanto la obtención de información, como las variables del entorno general, del entorno competitivo, y

las características de la empresa prestataria relevantes en la estimación del riesgo, como pueden ser el tamaño, la antigüedad o diferentes aspectos de la situación económico-financiera de la misma. En segundo lugar, se analiza la existencia de racionamiento de crédito, posible comportamiento adoptado por la entidad crediticia cuando la existencia de información asimétrica y la no observabilidad de las acciones del prestatario afectan a la rentabilidad de la inversión crediticia de tal forma que la mayor exigencia de tipos de interés no compense el riesgo de impago. Por último, se estudia el establecimiento de condiciones o términos contractuales, tipos de interés, garantías y vencimientos que los intermediarios financieros fijan en la negociación del contrato de préstamo, aspectos que a su vez constituyen indicadores del riesgo de la operación crediticia.

En el capítulo tres se realiza la contrastación empírica de las dos hipótesis fundamentales que cubren los objetivos de esta investigación, tratando datos de carácter económico-financiero de empresas agregados por sectores de actividad y estratos de tamaño, para los países Alemania, Francia, Italia, Reino Unido y España, suministrados por la base de datos B.A.C.H. de la Comisión Europea.

Según la primera hipótesis, las características diferenciales de los sistemas financieros de distintos países, el sector de actividad y el tamaño de empresa influyen significativamente en los valores de las primas de riesgo, independientemente del nivel de riesgo detectado en cada caso. La

contrastación de esta hipótesis permitirá definir hasta qué punto las diferentes características de los sistemas financieros pueden afectar a las primas de riesgo de la financiación crediticia. Además, se determinará si la evaluación por parte de los intermediarios financieros de la naturaleza de ciertos sectores de actividad o estratos de tamaño de empresa afecta a la determinación de diferentes primas de riesgo para algunos de ellos, independientemente del nivel de riesgo estimado a través del análisis de sus características económico-financieras.

La segunda hipótesis plantea la utilización, por parte de los intermediarios financieros de distintos países, de diferentes patrones de comportamiento para la evaluación del riesgo crediticio. Los patrones definidos a priori que se pretenden detectar son el patrón de garantías, que fundamentalmente valora la disponibilidad de garantías para cubrir las obligaciones contraídas en caso de insolvencia y el patrón de viabilidad centrado principalmente en la evaluación de la capacidad de generación de recursos y de la rentabilidad empresarial. La contrastación de esta hipótesis permitirá mediante la identificación de las ratios económico-financieras que afectan a los valores de las primas de riesgo de la financiación crediticia, determinar los patrones de comportamiento utilizados por los intermediarios financieros de los distintos países analizados.

En definitiva, la tesis que se pretende contrastar es la existencia de una serie de factores como son las características de los sistemas financieros, el sector de actividad y el tamaño empresarial que condicionan los valores de las primas

de riesgo y el seguimiento por parte de intermediarios financieros de distintos países de diferentes patrones de comportamiento en la evaluación del riesgo crediticio identificado a través de las primas de riesgo. La contrastación de la misma tiene como objetivo, profundizar en el conocimiento de los factores que influyen en los procesos de evaluación del riesgo crediticio que realizan las entidades financieras de diferentes países.



CAPÍTULO 1

EL PAPEL DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS EN LA FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA



1.1. - INTRODUCCIÓN

El objetivo de este capítulo es estudiar el diferente papel de los intermediarios financieros en la provisión de financiación crediticia a la economía tanto en el modelo de sistema financiero orientado hacia los mercados como en el modelo de sistema financiero orientado hacia los intermediarios financieros.

Inicialmente se analizan los intermediarios financieros como agentes reductores de las imperfecciones de los mercados de capitales en la provisión de financiación a la economía. Asimismo, se estudian las características que definen a los dos modelos de sistema financiero mencionados, exponiendo el efecto que, en el proceso de provisión de financiación crediticia a la economía productiva, ejercen las características de cada uno de ellos.

En este sentido, se presentan las diferencias en los procesos de obtención de información, en la supervisión y el control, en la resolución de conflictos y en los incentivos para proveer de financiación a largo plazo, que se dan en los dos modelos de sistema financiero analizados.

1.2. - LA FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA A TRAVÉS DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

La economía real para proveerse de recursos para financiar sus proyectos de inversión dispone básicamente de dos alternativas, por un lado la financiación

interna, que supone la aplicación de los beneficios obtenidos en la propia actividad o las aportaciones de fondos de los actuales accionistas y por otro, acudir a financiación suministrada por agentes externos. Es en esta segunda vía de financiación, donde los sistemas financieros desempeñan su función de captar los recursos acumulados por los agentes con superávit de la economía y distribuirlos entre los agentes que necesitan fondos, como las empresas que afrontan proyectos de inversión. Esta labor de los sistemas financieros de captar y distribuir recursos, puede llevarse a cabo o bien relacionando de forma directa a oferentes y demandantes de fondos mediante el mercado de capitales o bien a través de un intermediario financiero, que procede a mediar entre ambos.

Si los mercados financieros fuesen perfectos, la canalización de los recursos podría ser realizada de forma eficaz directamente entre los agentes con superávit y los agentes con déficit. Sin embargo, la existencia de los intermediarios financieros cuyo principal objetivo reside en constituirse en un mecanismo de transformación de los recursos financieros procedentes del ahorro en inversión productiva, es debida a las imperfecciones en los mercados que en ellos actúan.

En el supuesto de la perfección de los mercados de capitales, F. Modigliani y M.H. Miller (1958), evidencian la irrelevancia de la estructura financiera de la empresa, sin embargo, tanto la evidencia empírica como estudios teóricos posteriores demuestran que no existe la perfección de los mercados. En la realidad, tanto los

costes de transacción¹ como los problemas asociados a la disponibilidad de información, impiden un funcionamiento ideal de los mercados.

Los costes de transacción existen ya que los agentes que intervienen en los mercados de capitales desarrollan una serie de actividades necesarias destinadas al establecimiento y realización de las operaciones financieras. Estos costes de transacción pueden deberse a comisiones o a corretajes asociados a la existencia de agentes mediadores que intervienen en el proceso; a procesos administrativos como obligaciones documentarlas, de registro y de depósito vinculadas a cualquier operación financiera; en otras ocasiones, se deben a disposiciones legales y a la obtención y tratamiento de la información necesaria para reducir la asimetría de información entre los agentes, véase S. Bhattacharya y A. Thakor (1993). La reducción de la utilidad de los agentes derivada del pago de los costes de transacción financieros que incluyen costes de obtención de información, de negociación, de formalización y de control y supervisión del cumplimiento de los contratos, producen un efecto desincentivador evidente a la realización de operaciones en los mercados financieros.

Por otro lado, la existencia de información asimétrica aunque no es una característica exclusiva de los mercados de capitales, en ellos resulta

¹ Los costes de transacción son un conjunto de costes de carácter institucional que conlleva toda actividad no realizada exclusivamente por la mano invisible del mercado, es decir, toda actividad organizada que requiera de la intervención de profesionales como intermediarios, abogados, directivos etc. Según V. Salas (1994), los costes de transacción se asocian con el consumo de recursos empleados en hacer posible la producción y el intercambio, más allá de los que se reconocen en la función de producción neoclásica. Dado que dirigir, coordinar e incentivar son funciones necesarias para que la producción y el intercambio se desarrollen

particularmente relevante y se considera una de las imperfecciones de mercado más importantes que influye de forma notoria en su funcionamiento.

En el caso del mercado del crédito, los prestamistas antes de suministrar fondos evalúan la capacidad del prestatario de devolución de los mismos y de sus intereses en el futuro. Para ello, resulta necesaria la disponibilidad de información amplia y fiable sobre todos los aspectos que condicionen la capacidad de pago futura del potencial prestatario. Sin embargo, los prestamistas no disponen de información sobre las características de riesgo del proyecto de inversión a financiar, en la misma medida que los prestatarios. Este fenómeno afecta al comportamiento de los agentes que operan en el mercado de crédito, dando lugar a asimetrías de información, que se ven paliadas en cierta medida, por la existencia de intermediarios financieros, como las instituciones bancarias especializadas en la obtención, tratamiento y evaluación de la información sobre los prestatarios.

Cuando existen asimetrías de información y la incertidumbre acerca del futuro es elevada, el número de las posibles eventualidades que pueden acontecer es enorme, suponiendo un coste prohibitivo estipular y llegar a un acuerdo entre los distintos agentes sobre las acciones oportunas a tomar en cada una de ellas. La incertidumbre y la asimetría informacional existentes en los mercados de capitales impiden a los suministradores externos de fondos la realización de contratos

eficazmente y son funciones que exigen recursos, a los costes de producción deben añadirse los costes de transacción vinculados a esas funciones.

completos, que regulen transacciones complejas o que se extiendan en el tiempo. La existencia de contratos incompletos constituye otra característica de los mercados de capitales que condiciona el comportamiento de los agentes que interactúan en los mismos.

La existencia de imperfecciones en los mercados de capitales provocan que los intermediarios financieros disfruten de ventajas en su función de provisión de fondos, que justifican el importante papel que detentan en la financiación de la economía. Sin embargo, la innovación financiera y la titularización están desencadenando un proceso de desintermediación financiera que puede llevar a las entidades crediticias a sufrir una pérdida de su papel como suministradores de fondos, sobre todo cuando se dirigen a empresas de cierto tamaño y calidad, que puedan limitar el efecto de las imperfecciones de los mercados, y acudir directamente a los mercados financieros en busca de la financiación necesaria.

1.2.1.- Transformación de activos y adecuación a las necesidades de oferentes y demandantes de fondos

Los intermediarios financieros realizan una transformación de activos² y de plazos con el fin de adecuar las necesidades de los oferentes y demandantes de fondos y reducir, por tanto, los costes de transacción, asociados a la

² Los trabajos de M.A. Klein (1973), G. Benston y C. Smith (1976) y E.J. Kane y S.A. Buser (1979) constituyen las primeras consideraciones de la intermediación financiera como transformación de activos financieros, generando ventajas respecto de la relación directa entre inversores y demandantes de fondos.

financiación directa, es decir, a la emisión y negociación de títulos. Por un lado, los intermediarios financieros transforman títulos primarios emitidos por las empresas en títulos financieros indirectos solicitados por los inversores finales³. Por otro lado, los intermediarios financieros transforman pasivos a corto plazo preferidos por los ahorradores en préstamos a largo plazo deseados por las empresas⁴.

Los intermediarios financieros, gracias a la existencia de economías de escala derivadas de la realización conjunta de transacciones y a las ventajas comparativas en adquisición de información, procesamiento de documentación y supervisión⁵, permiten la reducción de los costes de transacción asociados a la transformación de activos financieros. Desde el punto de vista de los costes de transacción, la intermediación financiera entraña ventajas, siempre y cuando los costes de la intermediación derivados de estas transformaciones de activos sean menores que la reducción en costes de transacción conseguida.

Este ahorro de costes de transacción de que disfrutaban los intermediarios financieros podría repercutir en los costes que soportan los receptores de la financiación, si las operaciones se desarrollan en un entorno competitivo.

³ La teoría de los costes de transacción bancarios está sujeta a la objeción de que empresas no financieras podrían emitir títulos como depósitos a la vista, solicitados por los ahorradores. Sin embargo, el prestar directamente a diversas empresas, podría resultar costoso para la mayoría de los ahorradores, véase J. Gurley y E. Shaw (1955). Además según M. Hellwig (1991), a menos que las empresas no financieras sean lo suficientemente grandes no deberían enfrentarse a los riesgos de retiradas de fondos.

⁴ Esta función de transformación implica que una retirada precipitada de fondos (pánico bancario) llevada a cabo por los ahorradores comprometerá al banco que ha prestado a largo plazo, véase D. W. Diamond y P. Dybvig (1983).

⁵ Véase G. Benston y C. Smith (1976).

1.2.2.- La obtención y tratamiento de la información

Las asimetrías de información pueden considerarse la razón principal de la existencia de intermediarios financieros. Los intermediarios financieros, al dedicarse a adquirir y evaluar activos financieros, reducen las asimetrías de información. Esta reducción de asimetría informacional, se debe a que, por un lado, la información tratada por los intermediarios financieros es un bien privado generador de beneficios que por lo tanto, no se transmite sin reducir el rendimiento del agente transmisor y por otro lado, el capital propio de la institución financiera dota de credibilidad a la información tratada y a los activos poseídos por la entidad, véase H.E. Leland y D.H. Pyle (1977).

En el caso del mercado de crédito, los intermediarios desempeñan una función de recogida y análisis de la información sobre el prestatario con objeto de reducir la asimetría informativa existente entre ellos. Si no existiese un proceso de transferencia de información hacia las entidades prestamistas, éstas asignarían un valor a las empresas prestatarias que reflejara la calidad media de todos los proyectos existentes en el mercado, con la consiguiente distorsión en el proceso de asignación de recursos, ya que se penalizaría a los proyectos buenos frente a los de peor calidad. Por lo tanto, para realizar una asignación de recursos eficientes debe existir un proceso de obtención de información que permita valorar la calidad de los proyectos.

Los intermediarios financieros realizan una evaluación del riesgo de crédito que o bien los inversores no son capaces de realizar por sí mismos o bien dada su especialización en la evaluación de riesgos, gozan de ventajas en la recogida y tratamiento de la información, que se plasman en una reducción de costes.⁶ Diversos estudios empíricos han revelado el efecto positivo en el valor total de la empresa que supone el anuncio de la obtención de préstamos bancarios, lo que indica el reconocimiento de la validez del proceso de evaluación realizado por los intermediarios financieros⁷.

Esta mayor eficiencia de los intermediarios financieros en el proceso de tratamiento de la información necesaria para la evaluación de las solicitudes de fondos está causada por diversas razones. En primer lugar, las entidades financieras invierten en tecnología para la obtención de información, lo cual les proporciona una ventaja competitiva en la evaluación de oportunidades de préstamo con riesgo. En segundo lugar, tienen una experiencia adquirida en el tratamiento de información para la evaluación de solicitudes de fondos, lo que les permite disfrutar de economías de alcance en la realización de esta labor. En tercer lugar, en virtud de la relación mantenida con el prestatario y el carácter de bien privado que confieren a la información que éste les suministra, logran un conocimiento más amplio de las perspectivas futuras de la empresa prestataria

⁶ Véase G. Benston y C. Smith (1976), T.S. Campbell (1979), Y.S. Chan (1983), D.W. Diamond (1984, 1991), R.T.S. Ramakrishnan y A.V. Thakor (1984). Según D.W. Diamond (1984), los intermediarios financieros disfrutaban de ventajas en costes en la recolección de información sobre los prestatarios. R.T.S. Ramakrishnan y A.V. Thakor (1984) desarrollan un modelo que racionaliza la existencia de intermediarios financieros basándose en su habilidad para disminuir los costes de producción de información.

⁷ Véase C. James (1987), R. Best y H.Z. Zhang (1993), V.M. Gonzalez Méndez (1996)

que otros agentes participantes en el mercado de capital⁸, y como consecuencia, las asimetrías de información son menores⁹. Además, debido a la prestación de distintos servicios financieros pueden obtener información referente al historial del solicitante como cliente de otros productos o servicios, el historial de sus depósitos, resultando todo ello relevante para la evaluación de la solicitud de fondos. La existencia de una oferta de diversos productos y servicios, permite repartir entre ellos los costes fijos de producción de información y aumentar el conocimiento de una empresa; mejorando, al mismo tiempo, el conocimiento que se tenga sobre empresas del mismo sector y pudiendo dar lugar al desarrollo de economías de alcance en esta tarea.

Por ello, los intermediarios financieros pueden considerarse procesadores eficientes de información privada que no es susceptible de ser procesada por los mercados de capitales, detentando ventajas frente a otros agentes en la reducción de la asimetría informativa.

1.2.3. - La labor de supervisión

La supervisión mejora la asignación de recursos a través de dos vías, en primera instancia, permite una mejor selección de inversiones financieras y además, incentiva una serie de comportamientos que procuran una mejora de

⁸ Véase H.E. Leland y D.H. Pyle (1977), Y.S. Chan (1983), D.W. Diamond (1984), R.T.S. Ramakrishnan y A.V. Thakor (1984), J.H. Boyd y E.C. Prescott (1986)...

⁹ Según T.S. Campbell (1979), los directivos ven en los intermediarios financieros una figura capaz de proveerlos de fondos manteniendo la confidencialidad de la información estratégica referente a sus proyectos de inversión.

resultados, reduciendo una de las mayores imperfecciones de los mercados de capitales que es la asimetría de información.

En la provisión de financiación crediticia, la supervisión de los prestatarios llevada a cabo por los intermediarios financieros en el análisis de crédito, es una función económica esencial. Un intermediario financiero obtiene fondos de los inversores y los asigna a distintos proyectos de inversión, pero además los inversores le delegan la función de supervisar los proyectos en su nombre, con el fin de asegurarse que la dirección actúa en interés de los que proveen la financiación, es decir, evitar o, al menos, detectar la toma de decisiones arriesgadas que incrementen el riesgo del inversor, véase D.W. Diamond (1984). Los inversores delegan la función de supervisión, confiando en la reputación del intermediario financiero, confianza que está afianzada por los seguros de depósito y la regulación bancaria. Si los inversores no delegaran la supervisión a un único supervisor, se producirían ineficiencias debido bien a la duplicación de esfuerzos si cada uno de los inversores supervisara directamente o al denominado efecto "polizón", es decir, la no supervisión de ninguno de ellos, ya que cada uno de los inversores confiará en que los demás están realizando esa función.

La ventaja neta de la intermediación financiera en cuanto a supervisores delegados reside en la diversificación de los prestatarios, ya que el mantenimiento de una cartera de préstamos diversificada permite al intermediario garantizar a los inversores que se está realizando una labor de

supervisión. La diversificación reduce los costes de delegación al incrementar la probabilidad de que el intermediario realice suficientes operaciones para compensar algún fallido. Esta garantía que ofrecen los intermediarios financieros permite que se elimine el efecto "polizón", y además al asumir el prestamista los posibles impagos de los prestatarios, el propio intermediario no necesita ser supervisado. R. Ramakrishnan y A. Thakor (1984) y S. D. Williamson (1986), argumentan de forma similar, concluyendo que la intermediación financiera puede ser el mecanismo de supervisión más eficiente.

Sin embargo, esta teoría sobre las ventajas de los intermediarios financieros en su función como supervisores delegados descansa en la admisión de varios supuestos. En primer lugar, los argumentos de D.W. Diamond (1984), suponen que las empresas sólo harán transacciones con un banco, pero esto puede no resultar así en la práctica¹⁰. En segundo lugar, las conclusiones a las que llega este mismo autor, presuponen que existe un consenso sobre la forma de dirigir la empresa y la distribución de probabilidad de los rendimientos de los préstamos. Cuando no hay consenso sobre la forma en que deberían dirigirse las empresas, la multiplicidad de opiniones generadas en los mercados tiene un valor. Los intermediarios al no emitir valoraciones repetidas pueden ser una forma menos eficiente de supervisar cuando existen importantes diferencias de

¹⁰ Véase M. Hellwig (1990), si hay diferentes conjuntos de información, un aumento en el número de bancos con los que la empresa trata puede ser ventajoso para todos. Sin embargo, a medida que el número de bancos aumenta, los problemas relacionados con la coordinación de negociaciones se incrementará, dando a entender que habitualmente sólo merecerá la pena que un número limitado de bancos conceda préstamos.

opinión, véase F. Allen et al. (1994). Si hubiese desacuerdo en los rendimientos esperados de los préstamos, los depositarios no serían capaces de evaluar apropiadamente si el banco ha llevado adecuadamente la supervisión requerida.

Por lo tanto, en determinadas circunstancias, como son los entornos competitivos donde no se puede determinar claramente cuáles son las acciones adecuadas a emprender, los mercados pueden presentar ventajas frente a los intermediarios financieros en la supervisión, ya que un mercado de valores eficiente implica la comprobación por múltiples inversores de la bondad de la estrategia seguida por la empresa, lo cual constituye un valor importante frente a la sola valoración realizada por una entidad bancaria.

1.2.4.- Mantenimiento de relaciones a largo plazo

La capacidad de los intermediarios financieros para permitir relaciones y compromisos de financiación que se mantengan en el tiempo permite la reducción de las imperfecciones de mercados como los costes de transacción o las asimetrías de información, derivadas de interacciones restringidas al corto plazo¹¹. Así, costes de transacción, como por ejemplo, los costes de negociación, o los costes derivados de obligaciones contractuales, asociados a la realización de múltiples operaciones financieras, se ven reducidos gracias al mantenimiento en el tiempo de compromisos implícitos entre los agentes

Igualmente, el mantenimiento de relaciones a largo plazo permite la obtención de información sobre la calidad de los activos actuales y de las oportunidades futuras de inversión, lo cual implica mejoras en la evaluación de las inversiones.

Debido al problema de contratos incompletos, las empresas desean firmar contratos implícitos a largo plazo con sus trabajadores, proveedores y cualquier grupo con el que negocien. En el caso del mercado de crédito, la imposibilidad de realizar contratos completos que prevean todas las posibles acciones que en el transcurso de una relación crediticia puedan emprender los prestatarios y los prestamistas, en principio impide el establecimiento de compromisos a largo plazo. Sin embargo, las ventajas informacionales derivadas de las relaciones que se establecen entre las entidades bancarias y empresas prestatarias además de disminuir las asimetrías de información y los costes de transacción reducen el nivel de competencia de otros proveedores de financiación, incentivando la existencia de compromisos a largo plazo entre ambas¹².

Estas relaciones a largo plazo permiten obtener a priori importantes ganancias y por ello, las entidades bancarias las estimularán para poder compartir con el prestatario los potenciales beneficios derivados de las mismas¹³. Por un lado, una vez establecida la relación de compromiso entre entidad prestamista y

¹¹ Véase C. Mayer (1988) y A. Shleifer y L. Summers (1988).

¹² Según A.B. Frankel y J.D. Montgomery (1991), las relaciones a largo plazo son características esenciales de la interacción entre las entidades bancarias y sus clientes.

¹³ Según S. Sharpe (1990), la información que el intermediario recoge sobre el cliente tiene un valor que se reparten entre los dos, constituyendo un incentivo para el mantenimiento de la relación.

prestatario, el prestatario tiene incentivos a mantenerla ya que si incumple su parte de compromiso que reside en el pago de la deuda, dañará su reputación teniendo en el futuro problemas para encontrar nuevas fuentes de financiación. Por otro lado, también el deseo de las entidades prestamistas de desarrollar o proteger una reputación les induce a mantener los compromisos aunque no estén legalmente obligadas a ello, con el fin de no perder prestatarios en el futuro, véase A.W. Boot y S.I. Greenbaum (1993). Por ello, las dos partes tendrán incentivos a mantener los contratos implícitos con el fin de proteger su reputación a largo plazo¹⁴.

Pese a estos incentivos, el nivel de competencia en el mercado de crédito puede hacer peligrar el establecimiento de compromisos a largo plazo. La existencia de competencia de otras entidades prestamistas hace romper relaciones y causa que las entidades financieras que han suministrado financiación a empresas no lleguen a rentabilizar sus inversiones, véase R. Rajan (1992).

Por el contrario, en los mercados financieros, no existen incentivos al mantenimiento de compromisos implícitos en el tiempo, dado que existen una multiplicidad de pequeños inversores y la influencia en su reputación de las consecuencias de sus acciones no es relevante.

¹⁴ De modo similar E. Bercovitch y S.I. Greenbaum (1990), A. Boot, A. Thakor y G. Udell (1987, 1991) han destacado la habilidad de las entidades para dar credibilidad a sus compromisos a largo plazo.

Una vez analizado el papel de los intermediarios financieros en el proceso de asignación de capital basado en las funciones de producción de información y de supervisión, se concluye que la intermediación financiera reduce las imperfecciones de los mercados por la mitigación del efecto de selección adversa gracias a disponibilidad de mejor información; por la disminución del riesgo moral, mediante un mayor control o supervisión de los comportamientos de los prestatarios y por la mayor flexibilidad de contratación, a través del mantenimiento de compromisos a largo plazo.

Sin embargo, estas ventajas de la intermediación financiera pueden verse reducidas por la generación de costes de agencia. Por ello, los beneficios de la intermediación serán más evidentes cuanto mayor sea la asimetría informacional existente y la dificultad de valorar los activos, siendo éste el caso de las empresas prestatarias de reducida dimensión o de la valoración de activos intangibles¹⁵. En estos casos, los mercados de capitales resultan menos capaces de realizar una asignación eficiente de los recursos y los intermediarios financieros juegan un papel relevante desde el punto de vista económico, al ser más eficientes en la evaluación y supervisión de las solicitudes de fondos que presentan mayores asimetrías de información.

¹⁵ El estudio de G. Ellicheausen y J. Wolken (1990) - referencia en E.P. Davis (1994) - demostró la importancia de las relaciones bancarias mantenidas por pequeñas empresas y la confianza de éstas en los bancos cercanos geográficamente. Asimismo, en el estudio realizado por E.P. Davis y C. Mayer (1991) - referencia en E.P. Davis (1994) - , para Estados Unidos y Reino Unido, países con mercados de capitales desarrollados, demostraron que la financiación bancaria se utilizaba para operaciones de mayor riesgo como cuando el prestatario era una pequeña empresa o cuando la calidad de riesgo era inferior.

1.3. - CARACTERÍSTICAS DE LOS DISTINTOS MODELOS DE SISTEMA FINANCIERO : SU INFLUENCIA EN LA FUNCIÓN DE PROVISIÓN DE FONDOS A LA ECONOMÍA

Los objetivos básicos de un sistema financiero son proveer estables, creíbles y seguros medios de pago; facilitar y promover el ahorro y asignar eficientemente ese ahorro entre los demandantes de fondos.

Las características propias del sistema financiero de cada país puede condicionar el nivel de eficiencia de la provisión de financiación a la economía. Consecuentemente, el apoyo a la eficiencia de los sistemas financieros, mediante el desarrollo de agentes proveedores de fondos que se enfrenten mejor a las asimetrías de información siendo, por tanto, menos proclives al racionamiento y la adecuación de las condiciones de la oferta de financiación a las necesidades de los demandantes de fondos, conllevaría un incremento de la inversión productiva.

Aunque resulte arriesgado afirmar que la configuración de un sistema financiero puede afectar al desarrollo de las actividades productivas y al crecimiento económico, recientes investigaciones empíricas se han centrado en el análisis de este tema desde distintas perspectivas¹⁶.

¹⁶ Sin embargo, existen una variedad de mecanismos por los cuales esto puede ocurrir, véase entre otros, V.R. Bencivenga y B.D. Smith (1991), D. Gale (1992), R.G. King y R. Levine (1992), A.W. Boot y A.V. Thakor (1996)...

En este sentido podemos destacar las investigaciones de R.G. King y R. Levine (1992), quienes observaron que muchas inversiones que podían elevar la competitividad estaban relacionadas con bienes intangibles, cuyo valor es difícil de establecer, por ello, las economías que poseen sistemas financieros más desarrollados y particularmente, mejores intermediarios financieros, estarán más preparadas para evaluar activos de difícil valoración, consiguiendo inversiones más eficientes en capital humano e intangible y mayor productividad y crecimiento económico. En investigaciones posteriores, los mismos autores, véase R.G. King y R. Levine (1994), corroboran empíricamente que diferencias en la tasa de crecimiento de distintos países están significativamente relacionadas con diferentes medidas del tamaño y eficiencia del sector de intermediación financiera. Esto supone que si aumenta el tamaño del sector financiero se producirá un efecto positivo sobre el crecimiento económico, y en conclusión, el desarrollo financiero puede constituir un determinante importante del desarrollo económico¹⁷. Por todo ello, el estudio de la configuración y características de los distintos sistemas financieros resulta de interés para analizar su influencia en el proceso de asignación de recursos a la economía que permita contribuir al desarrollo y crecimiento económicos.

Las características más significativas de los sistemas financieros de una serie de países se han utilizado para clasificar los sistemas financieros de las

¹⁷ Según evidencia empírica aportada por A. Steinherr y Ch. Huvencers (1994), el efecto acumulado de la eficiencia de la intermediación, la disponibilidad de instrumentos de mercado monetario y la banca

economías desarrolladas en dos modelos: los sistemas financieros orientados hacia los intermediarios financieros y los sistemas financieros orientados hacia los mercados. Los rasgos que caracterizan a cada uno de los modelos de sistema financiero mencionados, permiten analizar la provisión de financiación y el diferente papel que cubren los intermediarios financieros en cada uno de ellos.

1.3.1. - El modelo de sistema financiero orientado hacia los intermediarios

Los sistemas financieros orientados hacia los intermediarios financieros, se caracterizan por disponer de unos intermediarios financieros que juegan un papel fundamental en la labor de provisión de fondos a la economía, mediante la transformación del ahorro en créditos a corto y a largo plazo que dirigen a los demandantes de recursos y la toma de participaciones en empresas no financieras. Con este modelo de sistema financiero se han identificado principalmente Japón y países de Europa continental como Alemania, Francia, Italia y España.

Las características de los sistemas financieros están condicionadas por sus rasgos o características de partida ya que una vez que el sistema está constituido existen una serie de "feedbacks" positivos que refuerzan sus características propias alejándolo de otras posibles alternativas, véase A.

universal genera efectos positivos para la economía. Según estas investigaciones, la reducción de un 1% en el diferencial de tipo de interés supone un incremento del crecimiento económico del 0,1%.

Steinherr (1996) y A.W.A. Boot y A.V. Thakor (1996)¹⁸. Por ello, la naturaleza e instituciones de un sistema financiero en parte dependen de su evolución histórica, es decir, de la forma en que ha crecido la economía y del tipo de industrias que se han desarrollado en los distintos países.

1.3.1.1. - Orígenes del modelo de sistema financiero orientado hacia los intermediarios

Alemania experimentó su desarrollo industrial a partir de una situación económica muy débil y por tanto, la autofinanciación de proyectos de inversión no podía constituir un medio que respaldase el crecimiento industrial experimentado, resultando necesaria la financiación externa, que fue proporcionada por los intermediarios financieros. Los intermediarios financieros jugaron un papel relevante en la financiación del desarrollo industrial de países como Alemania y Japón, países exponentes del modelo de sistema financiero orientado hacia los intermediarios.

El hecho que el desarrollo industrial de Alemania tuviera lugar en el siglo XX cuando las tecnologías habían sido ya experimentadas, como también fue el caso de Japón, cuyo desarrollo se basó en industrias ya existentes en otros países y a cuya competencia había que hacer frente, resultó idóneo para la utilización de financiación provista por los intermediarios financieros. Los

¹⁸ A.W.A. Boot y A.V. Thakor (1996) analizan la innovación financiera y concluyen que si en la constitución de un sistema financiero predomina la banca universal, existirá una menor innovación financiera que consolida la dominancia de las instituciones existentes y provoca una tasa de evolución

intermediarios financieros cuando financian actividades sobre las que existe conocimiento, experiencia y por tanto, consenso sobre cómo se deben manejar, aprovechan las ventajas de economías de escala en la supervisión siendo capaces de supervisarlas eficientemente.

Además, en ambos países, se dudaba de la bondad de la propiedad privada y de la eficiente asignación de capital a través de las fuerzas del mercado y aunque de forma diferente, el proceso de industrialización fue impulsado de forma importante por el sector público. Las entidades bancarias eran coparticipadas por el sector público y constituían el canal de transmisión de su política industrial. En consecuencia, la intermediación financiera jugó un papel central en la asignación de capital.

Todos estos factores unidos al escaso desarrollo de los mercados de valores llevó a que fueron los intermediarios financieros los que financiaron mayoritariamente las inversiones productivas necesarias para el desarrollo industrial de estos países.

1.3.1.2. - Características principales: banca universal, relaciones a largo plazo y control interno.

Los sistemas financieros orientados hacia los intermediarios, además de caracterizarse por el importante papel asumido por los intermediarios

más lenta; sin embargo, en sistemas denominados de mercados, la mayor innovación financiera

financieros en la asignación de los recursos económicos, en ellos destacan el carácter universal de las entidades bancarias que forman parte de los mismos; el desarrollo de un tipo de banca relacional, en la que se establecen relaciones estrechas que se mantienen en el tiempo entre los intermediarios financieros y sus clientes; el carácter interno del sistema de control empresarial y por último, la compartición intertemporal del riesgo facilitada por los intermediarios financieros.

En estos sistemas financieros, la regulación permite que las entidades bancarias desarrollen una amplísima gama de actividades como seguros, emisiones de títulos y toma de participaciones en el capital de las empresas no financieras¹⁹. Como consecuencia, este modelo de sistema financiero se caracteriza por la existencia de un tipo de banca universal²⁰ ya que las entidades bancarias ofrecen una amplia gama de servicios a la empresa como provisión de financiación crediticia a corto y largo plazo, inversión directa en el capital de la empresa, adquisición, colocación y aseguramiento de emisiones de obligaciones.

La estructura de propiedad de las empresas en los sistemas orientados hacia intermediarios financieros es concentrada, así en países de Europa continental

realimentará la dominancia de los mercados financieros

¹⁹ En Japón, pese a existir restricciones a la participación de la banca en empresas, y haberse endurecido de un 10% a un 5%, el porcentaje máximo de participación de un banco en el capital de una empresa, los bancos japoneses detentan participaciones en la mayoría de las empresas, véase J. Piesse et al. (1995)

y Japón, la propiedad de las empresas se concentra en un reducido número de familias, bancos o empresas, existiendo un mantenimiento estable de participaciones así como participaciones cruzadas entre empresas y "holdings", véase E. Berglof (1990)²¹. Esta mayor concentración y estabilidad en las participaciones está causada por la falta de amplitud y liquidez de los mercados de valores, que impide una mayor diversificación de la propiedad.

Las entidades bancarias, en virtud de la propiedad de las acciones o de los derechos de representación de las acciones de sus clientes y gracias al mantenimiento estable de las participaciones accionariales, pueden estar implicadas en la propiedad de la empresa y como consecuencia, ejercer control sobre la gestión y sobre los directivos, colaborar en la gestión y en caso de fracaso empresarial, tendrían incentivos para participar en la reestructuración empresarial. Todo esto lleva a la identificación en los sistemas financieros orientados hacia los intermediarios de un tipo de banca relacional debido a que las entidades bancarias mantienen con las empresas relaciones valiosas para ambas partes, que se mantienen en el tiempo, basadas tanto en la provisión de crédito como de capital.

²⁰ Sin embargo, el hecho que la legislación de un país determinado no imponga restricciones a las entidades bancarias para la realización de todo tipo de actividades, no significa que efectivamente las entidades del mismo desarrollen un tipo de banca universal.

²¹ Datos de concentración de propiedad de acciones extraídas de diferentes estudios para los países Alemania, Francia, Japón, Suecia, Reino Unido y Estados Unidos. Un estudio comparativo de los principales trabajos empíricos sobre estructura de propiedad de las empresas en diversos países se recoge en J.L. Ochoa (1997).

La mayor vinculación entre instituciones accionistas y directivos, debido a la concentración de la propiedad y al mantenimiento de las relaciones en el tiempo, permite la existencia de mayores incentivos por parte del accionista a ejercer un control activo de la empresa. Como consecuencia, en este modelo de sistema financiero, se desarrolla un sistema de control de carácter interno basado en que la dirección debe actuar en interés de los accionistas y también de otros grupos de interés como empleados, clientes y acreedores con quienes se establecen contratos implícitos a largo plazo. Estos grupos de interés ejercen el control sobre las actividades de la empresa y sobre los comportamientos de los gestores, a través del consejo de administración, donde todos los agentes están representados.

En este sistema de control de carácter interno, además de la mencionada concentración de propiedad, las participaciones cruzadas y la existencia de "holdings", existen otros mecanismos como la remuneración de directivos, la participación de los gestores y consejeros en el capital, la existencia de inversores institucionales, la deuda bancaria y las actuaciones del consejo de administración, que incentivan el control interno de la actuación gerencial por parte de los accionistas e incrementan la vinculación entre los distintos grupos de interés, disminuyendo los comportamientos oportunistas y maximizando consecuentemente, el valor de la empresa.

Los sistemas de control de carácter interno, dadas sus características, son superiores en la implantación de estrategias a largo plazo que requieran el establecimiento de relaciones con otros grupos.

Por último, cabe destacar que la hegemonía de los intermediarios financieros en los sistemas financieros orientados hacia los intermediarios, posibilita que en este modelo de sistema financiero se produzca una compartición intertemporal del riesgo. Los intermediarios permiten que los riesgos y en contrapartida los beneficios se compartan entre individuos en diferentes periodos de tiempo, dado que disponen de reservas de activos carentes de riesgo, que aumentan y disminuyen en periodos de bonanza o crisis respectivamente, con objeto de mantener los rendimientos a los depósitos de los ahorradores. En este sentido, J. Corbett (1987), en el análisis del comportamiento de los bancos japoneses respecto a las empresas, observó que éstos asumen parcialmente las fluctuaciones de los tipos de interés en los mercados sin traspasarlos directamente a sus clientes. Dado que existen una serie de riesgos no diversificables, es decir riesgos que afectan a toda la economía y de los que los inversores no se pueden escapar mediante la diversificación, es evidente que los intermediarios financieros al permitir compartir el riesgo con futuras generaciones de inversores, que no estarán afectados por estos riesgos, brindan una forma de compartición del riesgo generadora de mayor bienestar. De esta forma, los sistemas financieros orientados hacia los intermediarios pueden procurar formas de compartir el riesgo más eficaces, véase F. Allen y D. Gale (1996).

1.3.1.3. - La labor de provisión de financiación crediticia de los intermediarios financieros

Las características mencionadas de los sistemas financieros orientados hacia los intermediarios condicionan el papel ejercido por los intermediarios financieros en la provisión de financiación crediticia, condicionando la obtención de información, los incentivos al establecimiento de relaciones a largo plazo, la supervisión y la forma de resolución de conflictos.

El carácter de banca universal que ofrece a la empresa una completa gama de servicios financieros, implica una serie de ventajas derivadas de potenciales economías de escala y de alcance en la obtención y tratamiento de la información²². Principalmente, la participación de la entidad bancaria en el capital de la empresa prestataria facilita la obtención de información de calidad, relevante e incluso de carácter privilegiado. Esta ampliación del acceso a la información, incrementa la eficiencia de la banca en el proceso de obtención y tratamiento de información privada de los prestatarios, aumentando la credibilidad o reputación del banco como supervisor delegado²³. Por otro lado, la prestación de diferentes servicios en el caso de

²² Sin embargo, según A. Steinherr (1996), las economías de escala no son una característica destacable de las entidades financieras y cuando éstas existen tienen lugar exclusivamente en ciertas áreas de la actividad bancaria y no para el conjunto de actividades de la banca universal, por lo que podrían ser mejor explotadas por empresas especializadas. En cuanto a las economías de alcance aunque su aplicación a la actividad de la banca universal resulta más apropiada, no existe evidencia empírica que demuestre su existencia. Sin embargo, la existencia de una serie de costes fijos como es la adquisición de información, personal, reputación, medios de distribución, posibilitan la existencia de economías de alcance en la banca universal.

²³ D. W. Diamond (1984), señala que los costes de delegación de los inversores disminuyen a medida que el banco se diversifica entre los prestatarios. El ejercicio de una extensa gama de servicios financieros supone que los costes de delegación disminuirán aún más, aumentando no sólo la ventaja informacional,

un tratamiento integrado de los mismos propio de la banca universal, podría suponer repartir el coste de la obtención de información entre más de una actividad. Igualmente, el conocimiento sobre una empresa, tiene un efecto multiplicador ya que mejora el conocimiento sobre otras que estén en el mismo sector de actividad o que tengan similares características²⁴. Además, el desarrollo de un tipo de banca relacional, que mantiene relaciones estrechas y a largo plazo con la empresa, genera un flujo de información sobre el prestatario que reduce por un lado, las asimetrías de información y el potencial racionamiento de crédito y por otro lado, los costes asociados a la obtención de información. Una vez que la relación con la empresa esté establecida, el coste de obtención de la misma será únicamente variable.

El sistema de control interno característico de sistemas financieros orientados hacia los intermediarios, donde los cambios en los equipos directivos no son frecuentes y las tenencias de acciones por parte de los bancos, familias o empresas accionistas son relativamente estables en el tiempo, incita a los intermediarios financieros al mantenimiento de sus compromisos a largo

sino también la ventaja reputacional y como consecuencia la ventaja como seleccionador de créditos que hace que los bancos sean supervisores delegados creíbles.

²⁴ Sin embargo, en el caso de las entidades bancarias del Reino Unido, pese a tener permitidas prácticamente la misma extensión de actividades que las de Alemania, en muchos casos, no son ejercitadas y en caso positivo, dado que se deben realizar mediante sociedades subsidiarias, el aprovechamiento de sinergias derivadas de la transmisión de información, acumulación de conocimientos y experiencias características de la banca universal no se llega a materializar por la existencia de diferencia de prácticas y cultura empresariales, véase D.T. Llewellyn (1992). Asimismo, en el caso de Francia, pese a haberse considerado banca universal, predominaban las entidades especializadas y la excesiva compartimentalización, burocratización y control público, han podido mermar las ventajas de la banca universal.

plazo²⁵, debido al deseo de mantener y desarrollar su reputación. Esta visión permite el planteamiento a los intermediarios financieros de los proyectos a largo plazo que se afronten y resulta esencial para conseguir la transferencia intergeneracional de riqueza y compartición del riesgo, que proveen los intermediarios financieros, véase F. Allen y D. Gale (1996).

En cuanto a la labor de supervisión, la mencionada disponibilidad de información sobre el prestatario, debida a la participación de los intermediarios financieros en el capital de la empresa y al establecimiento de relaciones valiosas y que se mantienen en el tiempo entre los intermediarios financieros y las empresas prestatarias, supone que la supervisión del prestatario ejercida por los intermediarios financieros resulta efectiva. Además, la consecución de economías de alcance en la labor de supervisión de las entidades bancarias, propias de una banca universal permite mantener una relación de poder que mejora el control del riesgo de crédito y evita en gran medida los conflictos, ya que las entidades bancarias no apoyarán decisiones empresariales que pudiesen abocar a ellos²⁶. En la citada relación de poder, cuanta mayor influencia tenga la entidad bancaria, más fácilmente existirá el control mencionado, suponiendo un menor riesgo para la misma.

²⁵ En este sentido, C. Mayer y I. Alexander (1990), concluyeron que los préstamos bancarios en Alemania son en general a un plazo mucho más largo que en el Reino Unido. En Japón, la relación entre los intermediarios financieros y las empresas también se mantiene en el tiempo pero adopta más la forma de renovaciones continuas de financiaciones a corto plazo.

²⁶ Según H. Patrick (1994), cuando existe la figura del banco principal, como en Alemania y Japón, la supervisión es más que el análisis de crédito, ya que incluye la evaluación de nuevos proyectos, la

La limitación de la supervisión realizada por las entidades bancarias reside en que si la ineficiencia detectada les es favorable tendrán el incentivo de no actuar y no es probable que se lleve a cabo una reestructuración si no hay una situación de insolvencia financiera. Además si el control del banco sobre la empresa es excesivo, dado que el objetivo de la entidad bancaria es minimizar el riesgo de su inversión, puede oponerse a la adopción de estrategias innovadoras o arriesgadas, impidiendo la maximización del valor de la empresa.

Los posibles conflictos que puedan surgir entre la empresa prestataria y el banco se tratarán de resolver de forma informal, pudiendo asumir los intermediarios financieros funciones de reorganización, principalmente si se trata del banco principal, en las empresas que atraviesan momentos críticos desde el punto de vista financiero. Esta labor de renegociación, reestructuración e incluso reorganización de la empresa prestataria en dificultades asumida por los intermediarios financieros, está causada por varios motivos. En primer lugar, la información acumulada por las entidades financieras sobre los prestatarios tiene valor y por ello, el banco querrá proteger esa relación y tendrá incentivos para proceder a la reestructuración de la deuda de los prestatarios en caso de conflicto, véase L. Sabani (1992). Además, la existencia de relaciones a largo plazo entre prestamista y

prestatario, afecta a la transferencia de control y a la obtención de acuerdos privados entre accionistas y acreedores de una empresa con problemas financieros que puedan proporcionar ahorros en costes con respecto a la realización de un proceso legal de quiebra. Por último, la renegociación en estos sistemas financieros se ve facilitada por una estructura de propiedad menos diversificada y la existencia de una menor variedad de tipos de títulos, constituyendo el caso óptimo la relación con un banco principal único prestamista que además participe en el capital de la empresa.

1.3.2. - El modelo de sistema financiero orientado hacia los mercados

Los sistemas financieros orientados a los mercados se han caracterizado por disponer de una amplia gama de instrumentos y mercados financieros, jugando éstos últimos un papel primordial como asignadores de recursos en la economía. Así, los inversores transfieren directamente sus ahorros a actividades productivas a través de unos mercados de capitales desarrollados. Por su parte, los intermediarios financieros satisfacen básicamente las necesidades de fondos a corto plazo de las empresas y en menor medida a largo plazo. Este modelo también denominado, modelo anglosajón, es característico de países como Estados Unidos, Reino Unido y Canadá.

1.3.2.1. - Orígenes del modelo de sistema financiero orientado hacia los mercados

El Reino Unido en el siglo XIX fue el primer país que llevó adelante la revolución industrial, con el consiguiente desarrollo de nuevos sectores como ferrocarril o el sector del metal que fueron financiados por la Bolsa de Londres. De modo similar, la Bolsa de Nueva York, jugó en los Estados Unidos un papel primordial en el desarrollo de las nuevas industrias del siglo XX, como el automóvil, la electrónica, la informática y la biotecnología quedando satisfecha la demanda de financiación industrial a largo plazo mediante la autofinanciación o reinversión de beneficios.

La ideología de los gobiernos de estos países con una larga tradición democrática y liberal condicionó la configuración de los sistemas financieros, donde el proceso de industrialización fue resultado del esfuerzo privado y la financiación necesaria para la creación de nuevas industrias se confiaba a la reinversión de los beneficios y en segundo lugar, a los mercados de capitales.

Debido a que los mercados de valores aportan una forma de financiación más adecuada cuando hay que financiar nuevas industrias, es decir, industrias de las cuales no existe previo conocimiento sobre su futuro comportamiento, en estos países que han liderado la expansión de nuevas actividades, los mercados de valores tienen una gran relevancia en la provisión de financiación.

1.3.2.2. - Características principales: banca especializada, relaciones transaccionales y control externo

Los sistemas financieros orientados hacia los mercados, además de caracterizarse por el importante papel asumido por los mismos en la asignación de los recursos económicos, en ellos destacan principalmente el desarrollo de una banca de tipo transaccional y especializada y el carácter externo del sistema de control empresarial.

En virtud del grado de eficacia, amplitud y desarrollo alcanzado por los mercados de valores en los sistemas financieros orientados hacia los mercados, éstos juegan un papel relevante en atraer el ahorro, asignar nuevo capital, reestructurar el capital existente y controlar las corporaciones, teniendo la banca un carácter meramente transaccional, limitado a constituirse en mecanismo de pago y a la realización de operaciones de crédito a corto plazo.

La regulación referente a las actividades que deben abordar las entidades bancarias condiciona de forma decisiva la configuración de estos sistemas financieros. Así las restricciones en el tipo de actividades que pueden ejercer las entidades bancarias como labores de aseguramiento, compraventa de títulos y otras actividades propias de la banca de inversión²⁷ y, en ocasiones,

²⁷ Tanto en Alemania como en el Reino Unido la legislación permite que las entidades bancarias desarrollen una amplísima gama de actividades como seguros, emisión de títulos, no existiendo restricciones a la expansión de las entidades. La diferencia básica entre estos dos países es que en el Reino Unido aunque se permite que las entidades bancarias desarrollen otras actividades fuera del negocio tradicional, éstas deben ser realizadas mediante empresas subsidiarias, véase A.B. Frankel y

el propio desinterés de los intermediarios financieros motivan la existencia de un tipo de banca especializada en los sistemas financieros orientados hacia los mercados. Según S.D. Prowse (1990), la separación entre la banca comercial y la banca de inversión, está causada por la regulación existente pero también porque la banca no quiere tener intereses sobre empresas a las que presta por miedo de perder sus derechos de acreedor en caso de bancarrota.

En los sistemas financieros orientados hacia los mercados, debido a la existencia de unos mercados de valores más desarrollados, la propiedad está más dispersa, es decir, las acciones están en manos de inversores individuales, bien directamente o indirectamente a través de fondos de inversión o de planes de pensiones, existiendo un número elevado de pequeños accionistas y un mayor movimiento de la propiedad; siendo además poco frecuente que las entidades bancarias u otras empresas tomen participaciones en el capital de empresas no financieras²⁸, véase E. Berglof (1990).

J.D. Montgomery (1991). Por el contrario, países como Japón y Estados Unidos sufren mayores restricciones, así en ambos países las entidades bancarias no pueden dedicarse a labores de aseguramiento, compraventa de títulos y otras actividades propias de la banca de inversión. En el caso de Estados Unidos se ha regulado los servicios que pueden prestar cada tipo de entidad, creando un sistema financiero fragmentado y diverso con instituciones especializadas en distintas actividades, que sufren además restricciones de expansión geográfica.

²⁸ En Estados Unidos, la legislación ha pretendido evitar que el control corporativo sea detentado por un pequeño núcleo directivo y no por la mayoría de accionistas. En este país, la controvertida *Glass-Steagall Act (1933)*, impuso la separación entre banca comercial y banca de inversión, prohibiendo a toda la banca comercial miembro de la Reserva Federal tener participaciones a su nombre en empresas.

Los inversores individuales, al ser numerosos y sus participaciones pequeñas, tienen muy poco incentivo para realizar la supervisión y el control del día a día de una empresa de la que sólo poseen una ínfima parte; por su parte, los fondos de inversión y de pensiones, se preocupan por la gestión de su cartera y no por el control empresarial, existiendo, por lo tanto, una separación entre propiedad y control. Sin embargo, la ausencia de accionistas que ejerzan un control activo no significa una falta de control, precisamente los sistemas financieros orientados hacia los mercados se caracterizan por extremadamente altos niveles de control ejercido externamente. El propio funcionamiento de un mercado eficiente donde cotiza un elevado número de empresas y donde los precios reflejan el valor percibido por los inversores, asegura el alineamiento de los intereses de los accionistas y de los directivos. Los cambios de propiedad en respuesta a una mala gestión o a la incapacidad para detectar el tamaño y estructura óptimas para la empresa y las denominadas tomas de control por parte de los inversores externos, permiten presionar a los directivos para la puesta en marcha de políticas que mejoren la eficiencia de las decisiones empresariales ²⁹.

Las tomas de control ejercen dos funciones relacionadas, en primer lugar, la amenaza de una toma de control puede servir de incentivo a los directivos para que se concentren en maximizar el valor de los accionistas, en lugar de perseguir sus propios objetivos y en segundo lugar, en el caso de existir un

²⁹ Según estudio de J.R. Franks y C. Mayer (1990), el número de tomas de control en Reino Unido es aproximadamente el doble que el de Francia o Alemania.

fracaso en la gestión, facilitan la sustitución de la dirección de la empresa³⁰. La experiencia de la segunda década de los ochenta, ha puesto de manifiesto el extremadamente alto coste de las tomas de control tanto en términos de costes de transacción como de resultados empresariales. Además, las sustituciones de directivos mediante tomas de control supone ejercer el control a posteriori ya que la amenaza de toma de control no afectará el comportamiento de quienes son ineficientes o piensan que hacen lo que pueden. Por otro lado, las formas de control de carácter externo, conllevan en cierta medida una visión empresarial a corto plazo que limitan el acometimiento de proyectos a largo plazo, véase M. Porter (1992). Los sistemas de control externo, característicos del modelo de sistema financiero orientado hacia los mercados, son más adecuados para responder al cambio, en sectores con más incertidumbre y donde sea difícil prever los resultados de acciones futuras.

Por último, cabe destacar que a diferencia de la compartición intertemporal del riesgo facilitada por los intermediarios financieros, los mercados permiten la diversificación de las carteras, es decir, cubrirse de riesgos ajustando la cartera a la tolerancia al riesgo particular de cada inversor. En consecuencia, en estos sistemas financieros, los mercados permiten realizar una compartición del riesgo, de forma que en un momento del tiempo determinado el riesgo se comparte entre diferentes individuos.

³⁰ Además, T. Baums (1996) destaca el efecto de "adaptabilidad al cambio" que promueven las tomas de control. Las tomas de control permiten introducir novedades tecnológicas sobre las que pueden tener conocimientos inversores externos mientras que directivos las desconocen por no haber sido aplicadas al sector. Estas tomas de control incrementan el valor de mercado de las empresas aunque supongan

1.3.2.3. - La labor de provisión de financiación crediticia de los intermediarios financieros

En los sistemas financieros orientados hacia los mercados el papel ejercido por los intermediarios financieros en la provisión de financiación se ve limitado por las funciones asumidas por los mercados, tanto respecto a la obtención de información, a la supervisión, a la resolución de conflictos y al desarrollo de incentivos para establecimiento de relaciones a largo plazo.

La mayor transparencia informacional existente permite a los intermediarios financieros acceder a la información disponible en el mercado y generada por él mismo, sin dedicar demasiados recursos y por lo tanto, con un coste reducido.

La supervisión de las actividades empresariales está garantizada por la existencia de un sistema de control empresarial externo llevado a cabo a través de los mercados. Por ello, resultará menos necesario que los intermediarios financieros desempeñen y dediquen recursos a la labor de supervisión ya desarrollada por los mercados, pudiendo desarrollarse un tipo de banca transaccional.

cambios drásticos en el sector. En sistemas orientados hacia los intermediarios los directivos y consejeros son más reacios a realizar cambios importantes que pudieran crear publicidades negativas.

La regulación en estos sistemas financieros restringe o desincentiva la intervención de los bancos en reestructuraciones de empresas en caso de conflicto. Además, los procesos de reestructuración resultan más difíciles como resultado de las dificultades de coordinación entre distintos agentes tenedores de títulos y el mantenimiento de relaciones de tipo transaccional con distintas entidades bancarias prestamistas. Como consecuencia, la toma de control por parte de un grupo de accionistas externo prevalece como forma de reestructuración empresarial mayoritaria. Según M. Hellwig (1990), los conflictos entre varios prestamistas suelen ser factor importante en una liquidación prematura de empresas que se quieren reorganizar. En definitiva, la resolución de conflictos entre prestatario y prestamistas resultará costosa y los intermediarios financieros no asumen una función en la resolución de conflictos, en el caso de los sistemas financieros orientados hacia los mercados.

En cuanto al mantenimiento de relaciones a largo plazo, el mayor número de pequeños inversores implica que el efecto en la reputación de un incumplimiento de los compromisos implícitos no resulta relevante, no existiendo en los sistemas orientados hacia los mercados incentivos para el mantenimiento de relaciones a largo plazo. Por su parte, los intermediarios financieros dado su carácter de banca especialista y transaccional, tampoco desarrollan incentivos para establecer relaciones a largo plazo.

1.3.3. - Convergencia entre los modelos de sistema financiero

Las mencionadas características del modelo de sistema financiero orientado hacia los intermediarios y del modelo de sistema financiero orientado hacia los mercados, no son sino dos extremos de un continuo donde se sitúa según sus particulares características el sistema financiero de cada país, existiendo diferencias destacables entre sistemas financieros clasificados dentro del mismo modelo y semejanzas entre sistemas pertenecientes a distintos modelos.

Los rasgos comunes en las estructuras de financiación empresarial de países pertenecientes a distintos modelos de sistema financiero, así como la identificación de un proceso de convergencia en los sistemas de control, aspecto en donde los dos modelos de sistema financiero presentaban diferencias significativas y por último, el proceso de homogeneización que se está produciendo no sólo entre los sistemas financieros de países de la Unión Europea sino también entre Europa y Estados Unidos, pone de relieve el proceso de convergencia que está teniendo lugar entre los modelos de sistema financiero descritos.

En cuanto a la estructura de financiación empresarial y pese a que la distinta configuración y características de los modelos de sistema financiero identificados parecen indicar que en los sistemas financieros orientados hacia

los mercados la forma de financiación más relevante sería la autofinanciación y la financiación vía emisiones de acciones y de obligaciones; resultando en sistemas financieros orientados hacia los intermediarios, el endeudamiento bancario una fuente de financiación destacada. Sin embargo, la evidencia empírica concluye que existen importantes rasgos comunes en la estructura financiera de los países pertenecientes a distintos modelos de sistema financiero, que no permiten establecer estas diferencias.

En este sentido, el trabajo de E. Berglof (1990) destaca las diferencias en la estructura de capital en los sistemas financieros orientados hacia los mercados y los orientados hacia los intermediarios financieros, quienes en comparación de los anteriores tienen menor nivel de autofinanciación y mayor endeudamiento bancario. Los resultados de estudios empíricos sobre la estructura financiera realizados a partir de la agregación de datos contables de empresas de distintos países, véase V.M. González (1996)³¹ y J.L. Ochoa (1997)³², confirman estas afirmaciones destacando que los sistemas financieros orientados hacia los intermediarios financieros presentan un mayor nivel de endeudamiento bancario, destacando con el mayor valor Japón y con el menor, Estados Unidos.

Sin embargo, las conclusiones de estudios empíricos que, utilizando una metodología diferente, analizan las fuentes netas de financiación de las

³¹ Datos procedentes de OCDE (1994) "Non-financial Enterprises Financial Statements.93"

³² Datos suministrados por Proyecto B A C.H., Comisión Europea, periodo analizado 1983-1993

empresas no financieras en distintos países³³, parecen indicar que pese a existir diferencias en las estructuras financieras de empresas no financieras de los distintos países, existen importantes rasgos comunes en la forma de financiación de países pertenecientes a distintos modelos de sistema financiero, que invitan a pensar que las características de los modelos de sistema financiero no influyen tan significativamente en la estructura de financiación de las empresas.

En primer lugar, hay que destacar que la autofinanciación es la fuente principal de financiación tanto en los países identificados con el modelo orientado hacia los mercados como en los pertenecientes al modelo orientado hacia los intermediarios, siendo más relevante en Estados Unidos y Reino Unido, países de sistemas financieros orientados hacia los mercados³⁴. Según el estudio de C. Mayer (1988)³⁵, las inversiones físicas realizadas en Francia, Japón, Alemania, Reino Unido y Estados Unidos durante el periodo 1970-85 estaban financiadas fundamentalmente mediante autofinanciación. La relevancia de la autofinanciación como fuente de financiación de las empresas pone de

³³ Véase C. Mayer (1987,1988,1990); J. Edwards y K. Fisher (1994); y R.G. Rajan y L. Zingales (1995). C. Mayer (1990), destaca que entre otras, la diferente normativa contable y fiscal, puede suponer un problema para la realización de comparaciones internacionales a partir de datos de balances de empresas.

³⁴ O. Sussman(1994), concluyó a partir del estudio de C. Mayer (1990), que las diferencias detectadas entre países principalmente en la utilización de los beneficios retenidos para financiar inversiones reflejan diferentes niveles de inversión entre distintos países y en mucha menor medida, diferencias en decisiones financieras debidas a la distinta estructura institucional de los sistemas financieros. Según este autor, el análisis deberá centrarse en si el diferente nivel de inversión neta está motivado por las diferentes estructuras institucionales.

³⁵ Estudio de C. Mayer (1988) en el que se analizan las fuentes netas de financiación de la inversión física de las empresas no financieras, calculadas a partir de los flujos de fondos de los países Estados Unidos, Reino Unido, Francia, Alemania y Japón, en el periodo 1970-1985.

manifiesto que los mercados de capitales no son perfectos y que los costes de transacción asociados a operar en los mismos son considerables.

En segundo lugar, la financiación bancaria resulta ser la principal fuente de financiación externa en la totalidad de los países, destacando Japón³⁶, Francia y Estados Unidos y además, ningún país obtiene fracción sustancial de su financiación mediante los mercados de valores, véase C. Mayer (1990)³⁷. Existen diversos factores que parecen colaborar a que exista la dominancia de las entidades financieras frente a los mercados en la provisión de financiación empresarial. Según el mismo autor, Estados Unidos, es el único país en que la financiación obtenida mediante bonos resulta relevante, característica que concuerda con la clasificación del sistema financiero estadounidense como representativo de los sistemas financieros orientados hacia mercados, aunque también destaca el volumen de financiación bancaria obtenido. Igualmente, Alemania, pese a ser exponente del modelo de sistema financiero orientado hacia los intermediarios, presenta un nivel de financiación bancaria junto con Reino Unido, inferior a otros países.

Por tanto, en los sistemas financieros orientados hacia los mercados, como Reino Unido, la inversión se financia casi en su totalidad mediante los beneficios retenidos o autofinanciación, teniendo apenas importancia la deuda

³⁶ Hay que destacar que en el periodo 1985-1989, en Japón la importancia de la financiación procedente de los mercados aumentó de forma considerable.

³⁷ En C. Mayer (1990), estudio en el que se incluyen datos de Canadá, Finlandia, Francia, Alemania, Italia, Japón, Reino Unido y Estados Unidos, los países Japón, Francia, Finlandia, Italia y Estados

bancaria y las emisiones de acciones, pese a contar con mercados de valores desarrollados. En el caso particular de Estados Unidos, los mercados de bonos tienen un papel más relevante y aunque es calificado como un sistema orientado hacia los mercados, la financiación bancaria constituye una fuente de fondos relevante en comparación con otros países como Alemania. En los sistemas financieros orientados hacia los intermediarios, como Japón³⁸, Francia e Italia, a pesar que el porcentaje de financiación mediante beneficios retenidos sigue siendo importante, se da un mayor uso de la financiación con recursos ajenos, vía préstamos bancarios³⁹, lo cual concuerda con la calificación de sistema financiero orientado hacia los intermediarios. El caso de Alemania resulta ser controvertido ya que, en distintos estudios, se corrobora que el endeudamiento bancario resulta inferior en Alemania respecto a otros países⁴⁰, pese al papel relevante jugado por las instituciones financieras en este país y a la clasificación como sistema financiero orientado hacia los intermediarios.

En definitiva, según estos resultados, se puede concluir que no existe una estructura de financiación homogénea en todos los países clasificados dentro de cada modelo de sistema financiero y por tanto, que las diferentes

Unidos presentan un valor destacado de la financiación bancaria frente a Canadá, Alemania y Reino Unido.

³⁸ En el caso de Japón, según M. Aoki (1994), el alto endeudamiento se debe a los bajos costes de quiebra, motivado por la alta probabilidad de operaciones de rescate de los bancos principales y por la reducción de los conflictos de intereses ya que los bancos principales son tenedores de deuda y capital simultáneamente.

³⁹ Véase C. Mayer (1987, 1988, 1990), y R.G. Rajan y L. Zingales (1995).

⁴⁰ Véase C. Mayer (1987, 1988, 1990), Deutsche Bundesbank (1994) - referencia en R.H. Schmidt y M. Tyrell (1997), J. Edwards y K. Fisher (1994) y R.G. Rajan y L. Zingales (1995).

características de los dos modelos de sistema financiero no se reflejan de forma significativa en el seguimiento de diferentes pautas de financiación por parte de las empresas no financieras de distintos países.

En cuanto a los sistemas de control empresarial, pese a las diferencias existentes, en los dos modelos de sistema financiero destaca el excesivo poder que detentan los gestores de la empresa, que lleva a un proceso de convergencia entre ambos con objeto de paliar las limitaciones que cada uno presenta. En los sistemas orientados hacia los mercados, las dudas sobre la eficiencia informacional de los mercados y sobre el mecanismo de precios como indicador de la evaluación de los inversores, pone en entredicho la eficiencia en la asignación de recursos realizada por los mismos. Además, el hecho de que las tomas de control pueden ser motivadas por múltiples intereses y no responden únicamente a actuaciones ineficientes por parte de los gestores de las empresas, suponen una debilidad y un alto coste de este sistema de control empresarial. En este sentido, se han desarrollado una serie de mecanismos de control de carácter interno, como el establecimiento de mayorías cualificadas y de condiciones de entrada en el consejo que previenen las tomas de control hostiles, así como el impulso a la participación de los inversores institucionales en la supervisión de la gestión.

Por su parte, en los sistemas orientados hacia los intermediarios, algunos mecanismos propios del sistema de control interno como las participaciones cruzadas o la estabilidad de las estructuras de propiedad, son frecuentemente

criticados porque pueden favorecer el desarrollo de grupos de decisión, como es el caso de los bancos principales, que persiguen su beneficio personal y no el de los accionistas. A su vez, el incremento de la competencia en los sistemas financieros conlleva la pérdida de valor de las relaciones establecidas y la falta de incentivos para el mantenimiento de relaciones en el tiempo, en que se basa el sistema de control que caracteriza a este modelo de sistema financiero.

Por último, cabe destacar el proceso de homogeneización que se está dando entre los distintos sistemas financieros. En la mayoría de los sistemas financieros orientados hacia los intermediarios, se han desarrollado rápidamente los mercados de capitales, a pesar de no haber alcanzado el nivel de desarrollo de los mercados en Estados Unidos; se han introducido una amplia gama de nuevos instrumentos financieros y un proceso de liberalización importante está teniendo lugar. Por su parte, en los sistemas financieros orientados hacia los mercados, la incapacidad de los mercados para afrontar importantes asimetrías de información y el coste elevado de las tomas de control como sistema de control empresarial, puede llevar a la adopción de otras fórmulas más propias de los sistemas financieros orientados hacia los intermediarios que afronten estas cuestiones no resueltas.

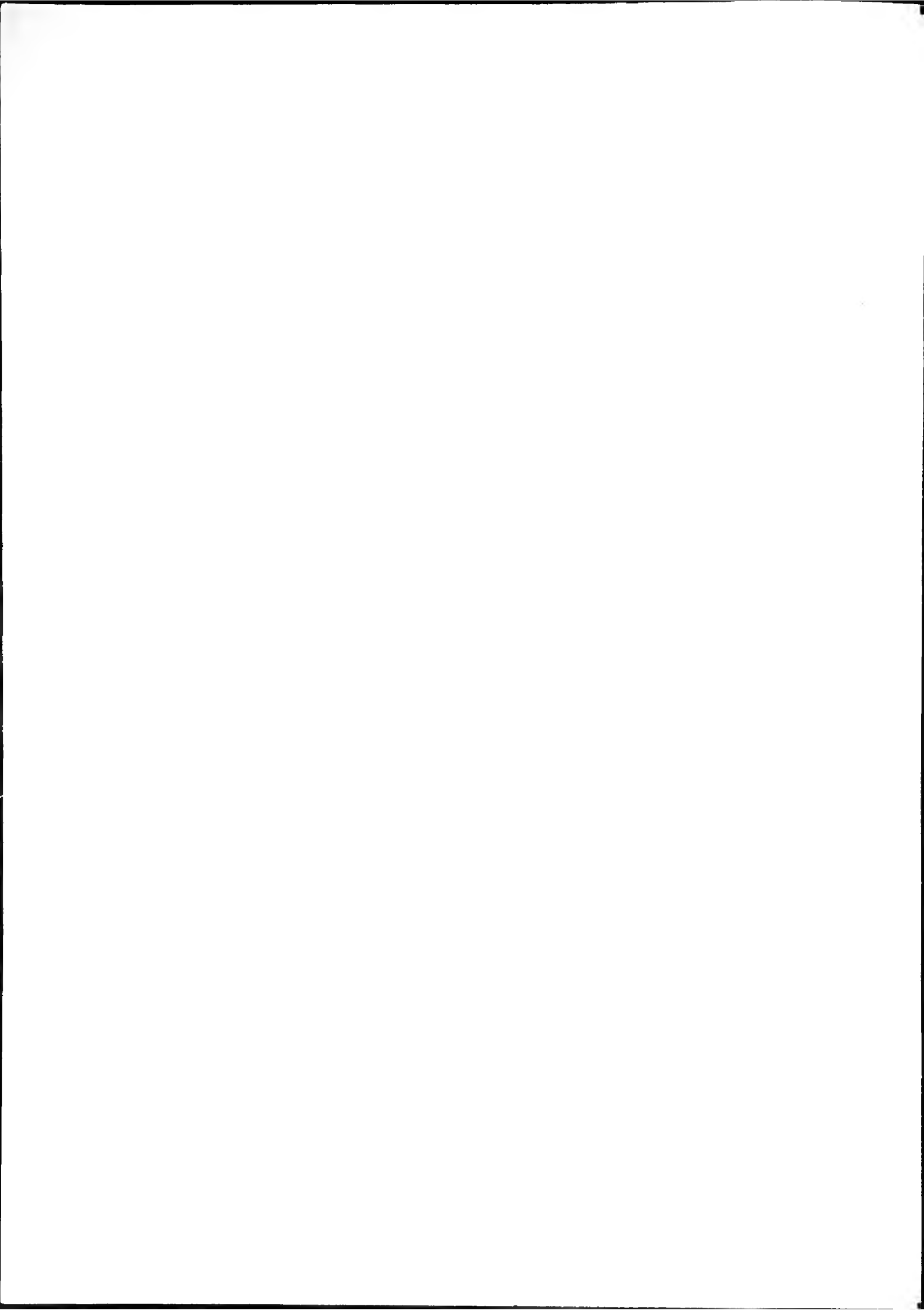
Así, pese a la teoría de las condiciones de partida, que preconiza que la configuración y características de los sistemas financieros están condicionados principalmente por sus rasgos o condiciones de partida, la progresiva

globalización de la economía y el deseo de conseguir las ventajas propias de otros sistemas, somete a los sistemas financieros a una serie de fuerzas que les hacen converger al menos en parte, con el peligro de la desaparición de las ventajas propias de cada modelo de sistema financiero.

El modelo de sistema financiero resultante de este proceso de convergencia, deberá tender a paliar las limitaciones de los dos modelos de sistema financiero descritos, teniendo en cuenta que conseguirlo resultará un proceso difícil, ya que cada modelo tiene su propia lógica y razón de ser y su mejora no vendrá dada por la introducción de un elemento propio de otro modelo, ya que esto podría debilitar cada uno de los dos modelos anteriores en vez de ayudarles a mejorar su funcionamiento, véase T. Jenkinson y C. Mayer (1992).

CAPÍTULO 2

LA OBTENCIÓN DE FINANCIACIÓN CREDITICIA A TRAVÉS DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS



2.1. - INTRODUCCIÓN

Los intermediarios financieros, en su papel como prestamistas deben ser capaces de analizar, en situaciones de incertidumbre y de información asimétrica, la capacidad de devolución de la deuda de los prestatarios. Las entidades prestamistas, tras la obtención de la información necesaria para proceder a la evaluación de las solicitudes de crédito, iniciarán un proceso de negociación en el que finalmente decidirán sobre la concesión de los fondos solicitados y se establecerán el tipo de interés, las garantías que cubran parte o la totalidad del riesgo y el resto de cláusulas contractuales. Por su parte, los prestatarios habrán facilitado la información requerida a la entidad crediticia, para posteriormente entablar con ella la mencionada negociación sobre los términos del contrato, con el fin de obtener los recursos necesarios para financiar sus proyectos de inversión en las mejores condiciones.

El estudio de los procesos interactivos, intercambios de información y negociación entre entidades prestamistas y prestatarios resulta vital para evaluar la bondad del proceso de asignación de recursos. La existencia de fenómenos distorsionadores como los costes de transacción o los problemas de información provocan efectos perversos en el funcionamiento del mercado de crédito, como las restricciones de crédito o la inadecuación de las condiciones de financiación que dificultan la asignación óptima de recursos a los proyectos de inversión y ocasionan que proyectos productivos potencialmente rentables y eficientes no consigan financiación o no la consigan en los términos adecuados.

2.2. - EL PROCESO DE EVALUACIÓN DE LAS SOLICITUDES DE FONDOS

La evaluación del prestatario juega un papel esencial ya que mediante la misma, las entidades crediticias tratan de paliar las asimetrías de información existentes, identificar los proyectos no rentables y penalizar los incumplimientos anteriores de los prestatarios. La evaluación tiene como objetivo, discriminar entre las empresas con distinto nivel de riesgo, permitiendo no sólo mejorar la cartera de créditos de la entidad, al reducir el número de inversiones crediticias de mala calidad, sino, desde un punto de vista global, contribuir a la asignación eficiente de los recursos económicos. En este sentido, mediante la actividad prestamista que desempeñan, las entidades crediticias deben ofrecer un mecanismo efectivo de asignación de recursos y para ello, deben ser capaces de evaluar y supervisar a los prestatarios eficazmente.

El proceso de evaluación realizado por las entidades financieras para cada solicitud de crédito no es homogéneo, resulta evidente que las entidades de crédito siguen distintas metodologías y destinan diferente volumen de recursos para evaluar a distintos tipos de prestatarios potenciales, ya que la cantidad y calidad de la información disponible y las características de riesgo varían según el tipo de prestatario. Las entidades crediticias deberán dedicar más recursos a la evaluación de empresas sobre las que el mercado o bien dispone de poca información o la valoración realizada por el mismo es de carácter negativo. El

modelo desarrollado por R. Best y H.Z. Zhang (1993), revela que cuando las valoraciones de los analistas financieros son positivas, los bancos no realizan esfuerzos adicionales en la evaluación e investigan más las empresas con indicadores negativos o cambiantes, dado que el coste de evaluación es el mismo en los dos casos y el beneficio neto del banco será mayor en el caso de las empresas con peores comportamientos al evitar con ello costes de liquidación⁴¹.

2.2.1. - La obtención de información

En el proceso de evaluación de una solicitud de fondos, la obtención de información sobre el potencial prestatario resulta ser una actividad esencial. La recogida de información cubre fundamentalmente datos de carácter económico-financiero, historial de comportamiento de pagos, las perspectivas y proyectos de inversión, informes sobre la actividad, evolución del mercado y la evaluación de la calidad de la dirección. En caso de que se trate de un cliente, parte de esta información se obtiene a través del historial del mismo en la propia entidad bancaria, en el resto de los casos, la entidad crediticia la solicita bien directamente al solicitante quien la facilita con distinto grado de fiabilidad y detalle o a terceros, que emiten informes sobre los potenciales prestatarios.

⁴¹ M. Berlin y J. Loey (1988), indican que existiendo indicadores fiables como los producidos por analistas financieros, las entidades bancarias son mejores en la evaluación de las empresas con peores indicadores si la probabilidad de que las empresas con indicadores positivos vayan mal es pequeña

El historial de los clientes de una entidad crediticia constituye una de las fuentes de información más relevantes que las entidades bancarias disponen sobre una parte importante de sus prestatarios, tanto por su inmediata disponibilidad, como por su bajo coste y en muchos casos, por constituir información privilegiada sobre el comportamiento del mismo, ya que puede incluir no sólo información de carácter económico-financiero sino también de comportamiento de pagos y de la rentabilidad que la entidad obtiene a través del negocio bancario directo e indirecto. Según S. Menéndez (1994), la relación pasada con los clientes alivia los problemas de evaluación del riesgo y facilita la obtención de financiación si las referencias son positivas. La experiencia de la información pasada completa la información que el acreedor tiene sobre las características de riesgo del prestatario, al tiempo que ahorra costes administrativos y de análisis del cliente. La calidad de la información conseguida dependerá del grado de vinculación del cliente con la entidad, tanto en cuanto al volumen de actividad bancaria contratada como a la transparencia informativa conseguida. Conforme más duradera y satisfactoria sea la relación mantenida entre prestamista y prestatario, más valiosa es la información manejada, existiendo por tanto, menores asimetrías de información y menor posibilidad de que los prestatarios resulten racionados. Por el contrario, sobre los clientes nuevos la entidad prestamista no dispone de más información que la facilitada por la propia empresa - con el sesgo que esto puede implicar - o la que todos los prestamistas tienen a su disposición en cuanto a volumen de riesgo contraído por cada empresa y casos de morosidad e insolvencia⁴².

⁴² Siendo en España esta información suministrada por la Central de Información de Riesgos dependiente del

La asimetría de información existente depende a su vez de ciertas características de la empresa prestataria. En este sentido, las empresas de gran tamaño tienen una presencia notable tanto en los mercados de productos y servicios como en los mercados financieros, situación que genera unos flujos de información que los prestamistas pueden aprovechar para la evaluación de la solicitud de financiación, siendo por este motivo más fácil para ellas el acceso al crédito.

Por otro lado, otro tipo de circunstancias facilitan en gran medida la obtención de información sobre la calidad del prestatario. Así, la participación en el capital del prestatario de un grupo bancario, implica que éste cuando actúe como entidad prestamista puede disponer de información privilegiada sobre la empresa participada; asimismo, si el prestatario está sometido a la calificación de alguna agencia especializada, evita a la entidad prestamista realizar la valoración crediticia; igualmente si el prestatario pertenece a un sector regulado⁴³, resulta más fácil de estimar el nivel de riesgo, con lo cual en todos estos casos la entidad prestamista debería dedicar una menor cantidad de recursos a la obtención de información.

2.2.2. - Variables indicadoras del nivel de riesgo

Las características de la solicitud de crédito que se proceden a evaluar condicionan la bondad de los criterios de asignación de recursos de un sistema económico determinado, ya que con base en estos criterios se determinarán la

concesión o negación de fondos, el diferencial de tipo de interés, la exigencia de garantías y el resto de condiciones del contrato de crédito. Por todo ello, es preciso analizar las variables que puedan afectar a la evaluación que las entidades financieras realizan de las operaciones crediticias para la estimación del riesgo asumido.

Las entidades crediticias en la estimación del riesgo de las operaciones crediticias no sólo valoran el proyecto de inversión a financiar y el nivel de riesgo empresarial del prestatario sino también el sector de actividad donde compete, jugando, además, el entorno económico un papel significativo en citado proceso.

2.2.2.1. - Variables del entorno general

El entorno general influye, en ocasiones, de forma notoria en la evaluación que las entidades de crédito realizan de las solicitudes de fondos. E.I. Altman (1983), identificó una serie de variables económicas que ejercían influencia sobre la insolvencia de las empresas y por tanto, debían ser tenidas en cuenta en la evaluación de operaciones de crédito. Entre ellas destacaban, el crecimiento económico⁴³, ya que una situación económica de incertidumbre, de recesión no sólo provoca una mayor inestabilidad de los depósitos que a su vez afecta a la concesión de préstamos sino que también implica un incremento del riesgo crediticio al que se exponen las entidades prestamistas, ya que el riesgo

⁴³ Véase M. Bradley, S. A. Jarrel y E. H. Kim (1984)

⁴⁴ Según D. García de Lema (1997), diversos estudios muestran la relación inversa entre la evolución de PIB y la morosidad, relación que presenta un desfase de aproximadamente un año

empresarial es mayor que en una situación en que las expectativas de futuro son favorables.

El ciclo económico es una variable que no sólo afecta al riesgo de las operaciones crediticias sino también a los criterios de concesión de créditos que mantienen las entidades crediticias. Así, en épocas de expansión, los criterios de evaluación suelen ser más relajados y se evalúa a la empresa cuando ésta se está beneficiando del ciclo económico, ocurriendo lo contrario en periodos de crisis. Las entidades debieran ser conscientes del efecto implícito del ciclo económico en la valoración del riesgo ya que la no consideración de esta variable puede llevar a conceder incorrectamente fondos en épocas de expansión y a denegar operaciones viables en periodos de crisis, procediendo a su vez a una infravaloración y sobrevaloración respectivamente de las primas de riesgo fijadas.

La política económica que se esté llevando a cabo, tanto monetaria como fiscal, influyen la demanda de crédito. La disponibilidad de crédito, la actividad del mercado monetario y de los mercados de capitales, los cambios en los niveles de precios constituyen una serie de aspectos relevantes en la provisión de fondos. Por ello, las decisiones sobre la política crediticia a adoptar dependerán de las expectativas de evolución futura de diversas magnitudes macroeconómicas como tipos de interés e inflación.

2.2.2.2. - Variables sectoriales

La valoración de los riesgos que entraña el sector de actividad donde compite la empresa prestataria, proporciona una visión adicional al análisis de las características de la operación crediticia o de la empresa prestataria, ya que la evolución de una empresa no sólo depende de sus características, sino en gran medida, de las características y las fuerzas dinámicas del contexto donde está compitiendo⁴⁵.

La investigación realizada por I. Grande (1993), identificaba una serie de características de los sectores de actividad que las entidades crediticias declaraban relevantes para determinar el grado de atractivo del sector, y que por tanto se pueden considerar indicadoras del riesgo del mismo. Entre ellas destacan, por un lado, la sobrecapacidad del sector que implica un mayor riesgo para la entidad prestamista ya que indica que empresas del sector están

⁴⁵ La identificación de fuentes de diferencias a nivel macro en las variables económicas, fundamentalmente en los resultados económicos empresariales, basándose en el análisis de distintos contextos como el ámbito territorial y sobre todo, el sector de actividad, ha sido objeto de estudio por diversos autores. Según la teoría económica neoclásica, los resultados económicos se explican mediante variables nacionales o sectoriales y las diferencias entre empresas están justificadas por los contextos en los cuales operan. De esta forma, el comportamiento de las empresas está determinado por las condiciones del entorno a las que se enfrentan. Según esto, empresas en diferentes mercados actuarán de forma diferente pero si las condiciones de mercado se alteran, también lo harán sus comportamientos. Por otro lado, según M.E. Porter (1990), las fuerzas de entorno general y del entorno competitivo influyen de manera importante en el comportamiento de las empresas, pero las empresas tienen un margen de maniobra amplio para aprovechar de distintas formas, las oportunidades que el entorno les brinda. Otros autores como R.R. Nelson (1991), consideran que las diferencias en los comportamientos empresariales no se deben exclusivamente a los contextos en los que operan como el país o sector de actividad, sino que las diferencias entre las empresas de un mismo sector y país existen y son relevantes. A este respecto, según un estudio realizado por R.P. Rumelt (1991), en el que se utilizaba datos de unidades de negocio de diversos sectores de actividad de corporaciones estadounidenses, la mayor parte de los resultados eran explicados mediante características específicas de las unidades de negocio más que a partir de características de las corporaciones o a la pertenencia a un sector de actividad determinado. Es decir, las unidades de negocio dentro de un mismo sector de actividad difieren más entre ellas que los sectores de actividad entre sí.

destinadas a desaparecer en el futuro. Asimismo, la capacidad de crecimiento del sector o la fase del ciclo de vida en que se encuentre, condiciona su nivel de riesgo ya que los sectores en la fase inicial de su vida o en su fase terminal, presentan un mayor nivel de riesgo. Igualmente, el grado de dependencia del sector bien de materias primas de importación, que implica riesgos de tipo de cambio, bien de los grandes clientes o de las innovaciones tecnológicas, constituyen factores relevantes del riesgo sectorial. De la misma forma, la legislación o regulación a la que está sometida el sector, puede ser tanto causa de un mayor riesgo mediante la imposición de límites a la expansión o crecimiento del sector o de menor riesgo cuando sea la expresión del apoyo institucional.

2.2.2.3. - Variables empresariales

El análisis de las características de la empresa propiamente dicho, debe comprender básicamente tres áreas distintas: estudio de las características empresariales como tamaño, antigüedad o forma legal, el análisis económico-financiero y la evaluación de otras características cualitativas de la empresa prestataria, como es la calidad de la dirección.

Características empresariales como el tamaño, sector de actividad o forma legal desempeñan un papel importante en la evaluación del riesgo ya que afectan al nivel de riesgo y su inmediata disponibilidad invita a su utilización como aproximaciones o indicadores del mismo.

Así, el tamaño de la empresa, es una variable fácilmente observable por la entidad prestamista, que puede conllevar la clasificación de la empresa a priori en un nivel de riesgo determinado. Las empresas pequeñas se caracterizan por altos riesgos empresariales debido principalmente a un bajo grado de diversificación de producto y mercado, que les lleva a una mayor dependencia del entorno. Según esto, la concesión de préstamos a pequeñas empresas entraña un mayor nivel de riesgo que junto a la menor disponibilidad de garantías frente a las grandes empresas⁴⁶, condiciona el diferente requerimiento de información realizado por los bancos según su dimensión, R. Berry et al.(1991).

Igualmente, la concesión de crédito a las empresas de reciente creación supone la asunción de mayor riesgo, ya que existe un completo desconocimiento por un lado, sobre la respuesta del mercado y el éxito esperado de la nueva actividad y por otro lado, sobre el estilo y calidad de la dirección y del personal de la empresa. En el caso de empresas de nueva creación, la forma societaria, podría constituir una característica indicadora del nivel de riesgo, ya que constituye un indicador del nivel de compromiso del empresario promotor.

El acceso a mercados de capitales nacionales o internacionales, es un factor que condiciona el volumen y la calidad de la información disponible, así como el nivel de riesgo. Por ejemplo, la cotización bursátil o el rating de las emisiones de pagarés o deuda constituyen indicadores de la valoración que los mercados o

⁴⁶ M. Deveraux y F. Schiantarelly (1990), establece que a mayor tamaño, mayores activos y por tanto, mayores potenciales garantías

agencias especializadas realizan de la empresa. Este tipo de indicadores además de reducir el riesgo, disminuyen los costes de supervisión para la entidad prestamista. J.R. Booth (1992), demuestra que los precios de los préstamos bancarios reflejan los costes de vigilancia e información del comportamiento del prestatario. Es decir, las empresas que cotizan en Bolsa o emiten deuda a los mercados disfrutan de diferenciales de tipos de interés menores, ya que la supervisión es realizada por una entidad diferente de la prestamista, es decir, existe el efecto de supervisión cruzada⁴⁷ y, por tanto, el coste de vigilancia que se traslada al precio del préstamo es menor.

Además, otros aspectos como la posición e imagen pública en el mercado o mercados donde compita, las relaciones con la sociedad y la pertenencia a un grupo empresarial o a un grupo bancario que les respalde, supone un menor nivel de riesgo para la entidad prestamista.

El diagnóstico económico-financiero de los estados contables⁴⁸ de las empresas solicitantes de crédito constituye una importante herramienta de evaluación del riesgo. Las entidades crediticias utilizan diferentes modelos de diagnóstico económico-financiero que sirven de herramienta de apoyo a los analistas de riesgo en la evaluación de las operaciones de crédito.

⁴⁷ Traducción del término "cross-monitoring effect".

⁴⁸ Diversas investigaciones han demostrado que la información contable puede ser fuente de información valiosa sobre el riesgo de la empresa, véase R. Ball y C. Brown (1968) y R.G. Bowman (1979). Según estudios realizados en el Reino Unido por R. Berry et al. (1989) existe evidencia que demuestra que las entidades crediticias desean analizar: los estados financieros auditados, estados financieros pro-forma, presupuestos de tesorería, contabilidad de gestión, análisis de los deudores, aunque no hay acuerdo sobre la importancia relativa de cada uno de ellos.

A lo largo del tiempo, se han llevado a cabo numerosas investigaciones empíricas que tratan de determinar cuáles son los ratios económico-financieros más significativos en la estimación del riesgo de las operaciones crediticias. En este sentido, salvo algunas contribuciones, no existe teoría elaborada que investigue las causas de la insolvencia a través de la evolución de los ratios contables. Sin embargo, en cuanto a las investigaciones empíricas desde los trabajos realizados por W.H. Beaver(1966) y E. Altman(1968), se han realizado numerosos análisis que estudian distintos periodos, y emplean distintas muestras de empresas y técnicas cuantitativas, con objeto de identificar las variables más significativas para la clasificación de empresas y predicción de la insolvencia empresarial, con altos niveles de eficacia en la clasificación y en la predicción⁴⁹. W.H. Beaver (1996) realizó uno de los trabajos clásicos en el área de análisis de ratios y de clasificación de insolvencia, identificando una serie de indicadores que discriminaban entre empresas solventes e insolventes cinco años antes de que la insolvencia se produjera⁵⁰. En este estudio se seleccionaron treinta ratios agrupadas en seis clases, eligiendo para cada clase, la ratio que menos porcentaje de error de predicción presentara⁵¹. Por su parte, E.I. Altman (1968), desarrolló un modelo para contrastar la calidad del análisis de ratios como un instrumento analítico para predecir la insolvencia empresarial. Para ello, siguió la

⁴⁹ Véase resumen de ratios más eficientes en la selección de trabajos empíricos sobre predicción de la insolvencia empresarial en D. García de Lema et al. (1997).

⁵⁰ En este estudio se calificó como situación de insolvencia, desde un simple descubierto hasta la situación de bancarrota.

⁵¹ El detalle de los ratios resultantes es el siguiente: Cash-flow/Deuda total - que resultó ser el mejor predictor -, Beneficio neto/Activo total, Deuda/Activos totales, Fondo de maniobra/Activos totales, y Activo circulante/Pasivo circulante.

metodología de W.H. Beaver (1966) introduciendo dos mejoras: la utilización de análisis multivariante - frente al univariante empleado por W.H. Beaver (1966) - y la calificación de insolvencia únicamente a la situación de bancarrota. De un conjunto de veintidós variables eligió las cinco mejores en habilidad predictiva de la insolvencia⁵², constituyendo con ellas una función que calculaba la denominada puntuación "Z" para cada empresa analizada, con el fin de clasificarla dentro de las solventes o dentro de las insolventes.

Pese a la validez del análisis de los estados contables o análisis económico-financiero de los potenciales prestatarios la entidad prestamista no se debe limitar a ello, sino también debe evaluar otra serie de características cualitativas de la empresa prestataria que juegan un papel importante en la determinación del riesgo.

La calidad de la dirección, es una variable sobre la que las entidades prestamistas siempre recogen información de forma explícita o implícita, bien a través de las sucesivas entrevistas, visitas y contactos que se producen entre el directivo y el personal de la entidad prestamista o bien mediante un seguimiento más riguroso de las decisiones y compromisos adoptados por el equipo directivo y de sus resultados. Según R.H. Hale (1990), aunque resulta más complicado que el análisis de los estados financieros, la evaluación de la calidad de la dirección es

⁵² El detalle de los ratios resultantes es el siguiente: Capital de trabajo/Activo total, Reservas/Activo total, BAI/Activo total, Valor mercado del capital/Valor contable, Ventas/Activo total.

precisa ya que la persona del prestatario o la dirección de la empresa no debe ofrecer ninguna duda en cuanto a su integridad.

Además de las características empresariales mencionadas, el carácter del proyecto a financiar, es un factor que influye en el riesgo asumido por el prestamista, ya que la naturaleza de algunos proyectos de inversión implica la asunción de mayores riesgos. Resulta evidente que el empleo de fondos en la modernización de maquinaria ya contrastada por la empresa para la mejora de la calidad de su actual línea de productos, no supone el mismo nivel de riesgo económico que las inversiones dirigidas al lanzamiento de un nuevo producto o el mismo riesgo financiero que la petición de fondos para refinanciar deuda vencida en una situación de insolvencia.

La entidad prestamista en su análisis, necesita conocer las características del proyecto y el tipo de riesgo a financiar, con el fin de, por un lado, evaluar su capacidad de generar una rentabilidad y flujos de caja suficientes para devolver el préstamo y por otro, clasificar los tipos de riesgo asumidos en las diferentes operaciones crediticias que se van a negociar.

El grado de autofinanciación del proyecto o la proporción que el propio empresario o directivo invierte en el proyecto, pueden ser señales del rendimiento esperado de la inversión o de la confianza del empresario en el éxito del mismo y de que considera poco probable una situación de insolvencia. Según un estudio realizado en el Reino Unido por D.J. Storey (1994), el hecho de si el empresario fundador de

una nueva empresa había invertido en ella sus ahorros era un factor relevante a la hora de conseguir financiación bancaria. Por otro lado, la aportación de fondos propios para financiar una parte de la inversión produce un equilibrio entre la financiación propia y ajena de la empresa. La entidad financiera valorará positivamente este equilibrio, el cual evitará a la empresa tener que soportar gastos financieros excesivos que en momentos determinados puedan ahogarle y además aumentará su capacidad de asumir sus nuevos compromisos de pago.

2.2.3. - Métodos de evaluación de los prestatarios

Las entidades prestamistas, a la hora de realizar la evaluación del riesgo del prestatario, analizan la calidad financiera de la empresa a través de datos contables de los últimos ejercicios, estudiando principalmente la medición del cash-flow o capacidad de generación de recursos, la estructura financiera y la evolución de la actividad y rentabilidad. Tras ello, se analizan una serie de aspectos más subjetivos como pueden ser la transparencia o voluntad de la empresa para facilitarnos información; el análisis de la calidad de la gestión que valora la coherencia de la estrategia definida con los recursos disponibles, la política de inversiones y la sensibilidad al entorno; el análisis de la posición en el mercado y de la competencia y como consecuencia de todo lo anterior, se finaliza con el análisis de las perspectivas de futuro.

Aunque la evaluación de prestatarios abarca todos los aspectos relevantes que condicionan el nivel de riesgo, se centra principalmente en el análisis económico-financiero en el que se estudia la estructura económico-financiera y la capacidad del prestatario para generar fondos en el presente y en el futuro.

El análisis económico-financiero supone la realización tanto de un estudio evolutivo de los estados financieros a través del tiempo, que presente los porcentajes de variación anual experimentados en las ratios consideradas, como de un estudio de la estructura de las masas patrimoniales y de la cuenta de resultados, a través de las ratios que pongan en relación las distintas magnitudes permitiendo analizar la situación económico-financiera actual de la empresa. La interpretación de los valores que tomen estas ratios de situación no debe llevar a la búsqueda de valores óptimos ya que éstos no existen, sino que deben servir para conocer su evolución, evaluar el grado de cumplimiento de los objetivos empresariales y la posición competitiva de la misma o para comparar con los valores de las ratios promedios del sector donde compite. El nivel de profundidad del análisis realizado dependerá del volumen y del tipo de riesgo que haya que calificar.

Pese a que las entidades crediticias realizan de forma similar la evaluación de prestatarios⁵³ mediante el análisis económico-financiero, se han distinguido dos

⁵³ Los ejecutivos de préstamos de los bancos de diversos países, reconocen seguir una serie de criterios de evaluación que resultan ser bastante similares entre sí aún cuando la estructura de los sistemas financieros y la cantidad y fiabilidad de los datos contables publicados sea muy diferente. Según J. Corbett (1990), básicamente, bajaran datos contables de calidad diversa de los últimos ejercicios, suministrados por la empresa quedándose con media docena de ratios - adjudicando en diferentes países.

patrones de comportamiento en la evaluación de las operaciones de crédito: el patrón de viabilidad y el patrón de garantías, véase M.R. Binks y C.T. Ennew (1996) y V.M. González Méndez (1996). El patrón de viabilidad, analiza la viabilidad actual y futura de la empresa solicitante, valorándose la capacidad de la empresa de hacer frente a sus obligaciones financieras mediante sus previsiones sobre la generación de flujos de caja en el futuro, la rentabilidad y las perspectivas de crecimiento. El seguimiento de este patrón permitirá realizar una asignación de fondos eficiente ya que su objetivo es seleccionar a los proyectos de inversión calificados como viables.

Para que este enfoque sea efectivo, la entidad crediticia debe adquirir un importante conocimiento sobre la actividad y el negocio del prestatario, y para ello necesita disponer de amplia información sobre ellos. El establecimiento entre entidad prestamista y prestatario de relaciones estrechas y estables en el tiempo, permite a la entidad prestamista obtener información sobre las actividades de la empresa, de forma que el proceso de recogida de información se llevará a cabo de forma menos costosa, redundando en beneficios para todas las partes. Por un lado, a la entidad crediticia le permitirá evaluar las solicitudes de crédito con base en la evolución de la actividad y sus perspectivas de futuro pudiendo además adecuar su amplia oferta de servicios bancarios a las necesidades de los mismos. Por otro lado, la empresa prestataria con viabilidad futura, se beneficiará ya que su acceso a la financiación crediticia no se verá restringido.

diferente importancia relativa a distintos ratios financieros - que completan con información cualitativa sobre el carácter y habilidades de los directivos. Dado que su interés es determinar si existe una

En el patrón de garantías, se evalúa al prestatario en función de su capacidad para cubrir las obligaciones adquiridas en caso de insolvencia. Por tanto, el valor actual liquidativo de los activos de la empresa y las obligaciones contraídas por la empresa en el pasado, adquieren un papel relevante. Con este patrón se elimina la necesidad de tener un conocimiento amplio sobre la actividad del prestatario sustituyéndolo por conocimiento sobre la garantía, siendo por tanto aplicable siempre que sea posible determinar el valor de mercado del activo usado como garantía. Además, si el acento se está poniendo exclusivamente en la existencia de unos activos que cubran la deuda contraída, siguiendo este enfoque, tampoco sería necesario realizar la supervisión de la evolución de la actividad, simplemente se verificaría el mantenimiento del valor de mercado de los activos. Sin embargo, la existencia de garantías suficientes no debería constituir el objeto principal de la medición del riesgo sino la rentabilidad y la capacidad de generar recursos, que reflejan mejor la capacidad para hacer frente a las obligaciones crediticias del prestatario, ya que, por un lado, el interés del prestamista no reside en adjudicarse la garantía establecida y por otro lado, los propietarios de activos no son necesariamente los mejores empresarios desarrolladores de proyectos o los mejores gestores, por lo que el seguimiento de este patrón de comportamiento podría redundar en una asignación subóptima de los recursos.

perspectiva de razonable de beneficios, además necesitarían tener una visión de la evolución del sector de actividad y de la situación económica general

Dada la importancia económica que representa la evaluación de las solicitudes de crédito y los recursos humanos y financieros que consumen las entidades crediticias en este proceso, se han ido desarrollando herramientas que permiten realizar el análisis económico-financiero de una forma más eficiente sin por ello, dejar de brindar una medición ajustada del riesgo crediticio. En este sentido, en los años sesenta y setenta se desarrollaron modelos de predicción de insolvencia de empresas no financieras⁵⁴, que ponían de manifiesto la validez del análisis de ratios económico-financieras para la evaluación del riesgo crediticio, destacando en este sentido los trabajos ya mencionados de W.H. Beaver (1966) y E. Altman (1968, 1977).

Mientras que el mayor hallazgo del trabajo de W.H. Beaver (1966) residió en demostrar que las ratios financieras y en definitiva, la información contable, tiene habilidad de predecir la insolvencia empresarial al menos cinco años antes. El modelo de E.I. Altman (1968) resultó un predictor preciso de la bancarrota, y el autor recomienda su uso en la evaluación de los préstamos como complemento a una visión más cualitativa e intuitiva del analista de créditos, resultando ser simplemente una herramienta valiosa para determinar la solvencia de las empresas. Según el autor, a menudo es difícil medir las habilidades directivas, la efectividad de las políticas etc. que son en última instancia los factores que determinan los resultados de una empresa. Por ello, la medición indirecta

⁵⁴ Otras investigaciones habían tratado de desarrollar modelos que simularan el proceso de evaluación de las solicitudes de crédito seguido por las instituciones de crédito para llegar a la decisión sobre concesión de los fondos, véase K.J. Cohen, T.G. Gilmore y F.A. Singer (1966), Y E. Orgler (1970) - referenciados en E. I. Altman (1983) -

mediante un análisis de ratios comparativas, puede ser una ayuda que refleje síntomas, áreas problemáticas etc. Sin embargo, el modelo no se considera que es propiamente un mecanismo de clasificación de créditos, ni un sustituto de la evaluación realizada por los analistas de créditos de las entidades crediticias, pero pueden constituir un complemento valioso del sistema interno de medición del riesgo que tenga la entidad.

Por último cabe destacar que junto al análisis tradicional efectuado por los analistas de créditos de cada entidad. A partir de mediados de los años sesenta, se desarrollaron los métodos de clasificación de créditos⁵⁵ para su aplicación como herramienta de ayuda al decisor en la etapa de concesión del préstamo, habiendo sido aplicados cada vez más por las instituciones financieras y otros prestamistas⁵⁶. Así, los métodos de clasificación de créditos, permiten la automatización de las decisiones de concesión de préstamos, simplificando y acortando el análisis a realizar. Pese a ser herramientas aplicables tanto a empresas como a individuos, inicialmente se aplicaban exclusivamente para la concesión de operaciones de crédito de consumo o de crédito hipotecario a particulares, donde la cuantía de la operación era reducida y el número de variables relevantes corto. Sin embargo, su utilización se ha extendido también a la fase de supervisión y a las operaciones crediticias con empresas, principalmente con las pequeñas y medianas empresas.

⁵⁵ Métodos de credit-scoring

⁵⁶ Según G.G. Chandler y J.Y. Coffman (1977), el uso de estos sistemas estaba muy extendido y según D.C. Hsia (1978) miles de ellos estaban en vigor.

Estos métodos de clasificación de créditos se basan en la selección de una muestra de préstamos que previamente habían sido analizados, aprobados y concedidos por la entidad bancaria en cuestión. Estos préstamos, se clasifican en dos grupos mutuamente excluyentes, los préstamos buenos y los malos en función de si habían sido o no reembolsados puntualmente. Una vez que los grupos han sido constituidos mediante la aplicación de técnicas estadísticas como el análisis discriminante, se obtiene la función que combinando indicadores de ciertas características de los prestatarios en una única puntuación, mejor sirva para asignar cada prestatario al grupo en el que previamente ha sido clasificado. Esta función finalmente es utilizada para clasificar una nueva solicitud dentro de uno de los dos grupos definidos y obtener predicciones sobre las probabilidades de impago. Este método evita incurrir en tareas repetitivas con costes desproporcionados en relación al volumen y rentabilidad de la operación crediticia y permite que la entidad crediticia consiga mayor fluidez en la fase de concesión de créditos y aumente el grado de objetividad y homogeneidad de los criterios utilizados.

Hay que destacar el impacto de la utilización de métodos de clasificación de riesgo en la evaluación de solicitudes de fondos de pequeñas empresas. Desde el punto de vista de la entidad crediticia supone una reducción de costes en el análisis de créditos, ya que mediante estos métodos se manejan un reducido número de datos para evaluar el riesgo, permitiendo al analista de créditos procesar un mayor número de solicitudes en menos tiempo sin comprometer la calidad del crédito. Asimismo, las pequeñas empresas deberán suministrar mucha menos información

a la entidad crediticia y las empresas calificadas como solventes recibirán el crédito que necesitan de una forma más fácil y rápida. Otras consecuencias de los métodos de clasificación de riesgos, es que al suministrar una puntuación o "rating" sobre los préstamos, facilitan los procesos de titularización de los mismos.

Actualmente, la introducción en las entidades bancarias de sistemas expertos para la evaluación de riesgos y los métodos de clasificación de créditos, resultan ser herramientas clave en la reingeniería de la labor como prestamistas de las entidades crediticias ya que permiten asegurar que la actividad de concesión de créditos sea consecuencia del nivel de riesgo que quiere asumir la propia entidad, permitiendo mantener el riesgo en un nivel considerado como adecuado en relación con la rentabilidad esperada y la solvencia necesaria. Estos sistemas además de ser parte clave de la gestión del riesgo de crédito, constituyen la base de sistemas de fijación de precios, de determinación de provisiones para pérdidas y de la gestión de la cartera de préstamos.

2.3 - EL RACIONAMIENTO DE CRÉDITO

El racionamiento de crédito es un punto de equilibrio en los mercados, en el cual existe un exceso de demanda de crédito no atendida por los oferentes de fondos, bien por la denegación de la solicitud de fondos o la limitación de su importe⁵⁷ Es

⁵⁷ Según X. Freixas (1991), el racionamiento discriminatorio, en el que algunos demandantes reciben financiación y otros no, es la situación más usual frente a un racionamiento homogéneo en el que todos accediesen a la financiación pero en una cuantía menor a la solicitada.

decir, existe racionamiento de crédito cuando algunas empresas no consiguen obtener financiación crediticia a ningún tipo de interés, incluso aunque estén dispuestas a pagar tipos de interés superiores.

La asimetría de información existente entre prestamista y prestatario y la no observabilidad de las acciones del prestatario da lugar a los efectos selección adversa y riesgo moral, ante los que las entidades bancarias prestamistas intentan definir cláusulas⁵⁸ del contrato de deuda con el fin de controlar los comportamientos oportunistas antes mencionados⁵⁹ y atenuar los problemas de agencia⁶⁰. Sin embargo, dado que los contratos son incompletos, resulta imposible recoger en los mismos la totalidad de las posibles contingencias. Por ello, las entidades bancarias cuando las condiciones de asimetría de información dificulten la evaluación de la calidad de los proyectos o impidan controlar la toma de decisiones arriesgadas de los accionistas o directivos afectando a la rentabilidad de la inversión crediticia de tal forma, que la exigencia de mayores tipos de interés no compense el mayor riesgo de impago⁶¹, pueden optar por el racionamiento del

⁵⁸ La finalidad de las cláusulas de los contratos de deuda es atenuar los conflictos de intereses entre accionistas y acreedores, reduciendo los costes de agencia existentes. Entre las cláusulas destacan las relativas a la política de inversiones de la empresa, las restricciones al pago de dividendos y a la política de financiación, así como las obligaciones contables y de información que se establezcan, véase C. Smith y J. Warner (1979).

⁵⁹ Comportamientos oportunistas que perjudican los intereses de los acreedores, como decisiones financieras imprevistas que suponen transferencia de valor de acreedores a accionistas, según C.W. Smith y J. Warner (1979), como distribución inesperada de dividendos, inversiones subóptimas, emisiones de deuda de igual o mayor prioridad.

⁶⁰ Este comportamiento beneficia también a los accionistas ya que un descenso del riesgo de la deuda facilita la obtención de financiación y reduce su coste.

⁶¹ En este contexto, según J.E. Stiglitz y A. Weiss (1981), el tipo de interés puede actuar como un instrumento para distinguir los proyectos arriesgados del resto. Al oferente de fondos, le será más rentable estimar un tipo de interés inferior al tipo de interés de equilibrio de oferta y demanda pues evitará asumir los proyectos más arriesgados y esto producirá racionamiento del crédito. Contribuciones de diversos autores, véase X. Freixas (1991), tratan de formalizar el fenómeno del racionamiento del crédito, exponiendo que el incremento en los tipos de interés nominales no implican necesariamente incrementos en la rentabilidad, debido al aumento de la

crédito, es decir, por la no concesión de fondos. El trabajo de J.E. Stiglitz y A. Weiss (1981) concluía que a partir de cierto tipo de interés, el aumento del tipo de interés del préstamo no mejora el rendimiento esperado por el prestamista, dado ya que una mayor carga para el prestatario, afecta negativamente a la viabilidad futura del proyecto.

Pese a la existencia de diversos trabajos teóricos y empíricos existe poco consenso sobre si el racionamiento de crédito es un fenómeno económico significativo. S. Fazzari et al. (1988), demuestran la importancia del cash-flow, es decir, de las fuentes de financiación internas en la inversión empresarial, consistentemente con la idea de que la existencia de asimetrías de información que suponen mayores costes del crédito o producen racionamiento, limitará la inversión empresarial a la disponibilidad de liquidez y de financiación interna. Por otro lado, una encuesta sobre diferencias de tipos de interés cargados a pequeñas y grandes empresas llevada a cabo en el Reino Unido por el Bank of England constituye una evidencia circunstancial de la existencia de racionamiento de crédito, ya que las diferencias encontradas ascendían como máximo al 4% incluso para pequeñas empresas, resultando inadecuadas para cubrir el riesgo, aunque un exceso de competencia en el sector también podía ser la razón de este fenómeno. J. Edwards y K. Fisher (1994) detectan patrones similares de bajos diferenciales incluso para pequeñas empresas.

morosidad producido por el aumento de los tipos de interés. La oferta de fondos de los prestamistas es función de la rentabilidad de los préstamos, rentabilidad de los depósitos y de la proporción de los depósitos que se deben mantener como reservas, es decir, del coeficiente de caja. De esta función de oferta se deduce que el fenómeno del racionamiento del crédito depende además del riesgo estimado de las operaciones de crédito, de

El estudio del racionamiento del crédito tiene implicaciones a nivel macroeconómico en la medida que afecta a la disponibilidad de crédito y a la oferta monetaria, condicionando el nivel de actividad económica. Los modelos económicos tradicionales plantean que incrementos en la oferta monetaria determinan aumentos en las transacciones realizadas y la disminución de los tipos de interés por ser éstos considerados completamente flexibles, motivando un aumento en la demanda de inversión, véase A. Blinder y J. Stiglitz (1983). Sin embargo, en mercados en los que existe información asimétrica entre prestamistas y prestatarios y en consecuencia, racionamiento de crédito, una mayor oferta monetaria puede conducir a un aumento de los créditos concedidos, reduciendo el racionamiento y no los tipos de interés. Tal y como ponían de manifiesto A. Berger y G. Udell (1990) existen dos tipos de racionamiento, las entidades financieras racionan sus recursos según las características de los prestatarios bien a través del precio o a través de la cantidad. Cuando el racionamiento es a través del precio, las entidades se cubren del riesgo de insolvencia del prestatario añadiendo una prima por riesgo al tipo de interés. El racionamiento de crédito por precio, supone además de la no existencia de información asimétrica, que los problemas derivados de la selección adversa y del riesgo moral pueden superarse a través de una adecuada supervisión y control de las actividades del prestatario. En el caso del racionamiento por cantidad, existe un precio de equilibrio en el mercado, siendo los recursos que pueden ofrecer los intermediarios financieros limitados.

otras variables cuya alteración modificará la oferta de fondos, tales como, el coeficiente de caja y la evolución y características de los depósitos.

Además de los factores relacionados con el riesgo que explican el racionamiento del crédito; existen otros razonamientos ajenos al riesgo como son las relaciones con los clientes, la estabilidad, el crecimiento de los depósitos, y la existencia de perspectivas de préstamos futuros más beneficiosos, que también contribuyen a la existencia de racionamiento en el mercado del crédito, véase E. Kane y B. Malkiel (1965).

2.4. - EL ESTABLECIMIENTO DE CONDICIONES

La etapa final en el proceso que sigue una solicitud de fondos es establecer los términos del contrato de deuda, como el tipo de interés, las garantías comprometidas, la cantidad prestada y el vencimiento, los cuales constituyen a su vez indicadores del riesgo de las distintas solicitudes de fondos⁶², ya que en ellos se resume gran cantidad de información.

2.4.1. - El tipo de interés

Una de las condiciones del contrato de deuda objeto de negociación es el tipo de interés que se establecerá con base en los tipos de interés de referencia más una prima de riesgo que en principio el prestamista establecerá según el riesgo

⁶² T. Campbell y W. Kracaw (1980) demostraron que una importante función de la intermediación financiera era la producción de información. Posteriormente, D. Diamond (1984) desarrolló un modelo en que se demuestra que los intermediarios financieros existen simplemente porque ofrecen un medio eficiente de evaluar y supervisar a los prestatarios. Estas teorías de transmisión de información sugieren

estimado de la operación. Sin embargo, el aspecto económico de la negociación bancaria no sólo dependerá de las perspectivas de riesgo que aprecie la entidad financiera, sino también de la forma en que se realice la negociación entre la empresa prestataria y el prestamista, fruto de la preparación y del conocimiento mutuo. Aún más, en un tipo de banca universal, en que existen unas relaciones banca-empresa basadas en la contratación por parte de las empresas de distintos servicios financieros ofertados, la negociación de las condiciones forma parte de un proceso de negociación más global; es decir, no es una negociación producto, sino una negociación cliente, en la que a las dos partes les interesa el global de la relación y les es indiferente donde ganan o pierden dinero. Desde el punto de vista de la entidad bancaria, la empresa es un cliente con el que se asume cierto nivel de riesgo que debe ser correspondido con una rentabilidad adecuada, por ello las condiciones de los préstamos son simultáneamente negociadas con comisiones, valoraciones y otro negocio bancario. Por ejemplo, los depósitos del prestatario son fondos que la banca dispone y que le permiten obtener ingresos adicionales que a su vez permitirán al prestatario optar a un tipo de interés del préstamo inferior.

Así dentro de este tipo de negociación global de condiciones, donde los tipos de interés vienen determinados por una tasa de interés libre de riesgo más una prima de riesgo que depende del nivel de riesgo estimado para la operación, resultará difícil estimar la prima de riesgo asociada a una sola operación, por ello, se

que los bancos conocen más sobre las empresas prestatarias que otros agentes por ello, los contratos de deuda bancaria recogen un conjunto de información útil al mercado

realizará la negociación de la totalidad del negocio bancario que una empresa le ofrece a la entidad bancaria y las condiciones por tanto se fijarán en función del riesgo y rentabilidad totales y no exclusivamente de las derivadas de la operación de crédito. Generalmente las entidades que adopten esta negociación global de las condiciones para determinados clientes, fijan una tasa de rentabilidad a obtener con el cliente, por ello, si el cliente ha contratado diferentes productos o servicios, la entidad bancaria tiene mayor flexibilidad para fijar el precio del nuevo préstamo solicitado.

El tipo de interés por sí mismo afectará a la calidad de la empresa prestataria y al riesgo de la operación, ya que conduce por un lado al efecto selección adversa, que implica que los proyectos más arriesgados serán los que se atrevan a soportar mayores tipos de interés y por otro, al efecto riesgo moral o incentivador a la toma de decisiones arriesgadas, a las que el prestatario es proclive con objeto de aumentar los flujos de caja para hacer frente a las cargas de interés⁶³. Este aumento del riesgo de insolvencia de los prestatarios tras incrementos en el tipo de interés no siempre va acompañado con mejoras en el rendimiento para el acreedor, ya que su ganancia máxima se limita a las cantidades establecidas en el contrato de préstamo y el riesgo promedio del conjunto de prestatarios aumenta al

⁶³ De la misma forma que explican los efectos en la calidad del préstamo de un incremento del tipo de interés, J.E. Stiglitz y A. Weiss (1981) afirman que un decremento del tipo de interés con objeto de atraer a los prestatarios de mejor calidad de las entidades prestamistas competidoras, se encontrará con que sólo se atraerá a los peores prestatarios ya que las entidades competidoras igualarán la oferta de tipo de interés para los prestatarios de mejor calidad. D.M. Jaffee y T. Russell (1976), suponen que la entidad bancaria prestamista no tiene posibilidad de observar los cash-flows, por ello la empresa puede decidir no reembolsar un préstamo declarándose en quiebra, a pesar de que esto implique un coste. A partir de cierto nivel, un incremento en el tipo de interés del préstamo otorgado puede tener por efecto que una proporción de empresas mucho mayor decidan declararse en quiebra, con el efecto consiguiente en la rentabilidad esperada del banco

empeorar la calidad crediticia de los mismos. El acreedor pierde cuando los clientes no obtienen los rendimientos previstos y sin embargo, no se beneficia especialmente de la obtención de elevados flujos de caja, ya que recibe únicamente el interés contratado, por ello, el rendimiento para el prestamista pasa a ser una función decreciente del tipo de interés del préstamo y como consecuencia, la oferta de crédito no es creciente con los mismos, sino que comienza a decrecer a partir de la tasa que reduce los beneficios para el acreedor.

Todo esto tiene consecuencias obvias que marcan el funcionamiento del mercado de crédito, ya que las entidades prestamistas no incrementarán los tipos de interés aunque exista una demanda de fondos que supere la oferta ya que sólo le interesa atender solicitudes de fondos que contribuyan a maximizar su rentabilidad. Los prestamistas cargarán como máximo un tipo de interés r^* , inferior al tipo de interés de equilibrio entre oferta y demanda, al cual su rentabilidad esperada se maximiza, ya que si incrementan el tipo de interés por encima de r^* los efectos de selección e incentivos adversos producirán un decremento de su rentabilidad esperada. Es por ello, que el mercado de crédito no experimenta un ajuste entre oferta y demanda por medio del mecanismo de precios, y esto trae como consecuencia la existencia en caso de exceso de demanda, lo que se ha dado en llamar racionamiento del crédito. Continuando con el razonamiento que realizan J.E. Stiglitz y A. Weiss (1981), el tipo de interés puede actuar como un instrumento para distinguir los proyectos arriesgados del resto. Al oferente de fondos, le será más rentable estimar un tipo de interés inferior al tipo de interés de equilibrio de

oferta y demanda pues evitará asumir los proyectos más arriesgados y esto producirá racionamiento del crédito.

2.4.2. - Las garantías

La existencia de garantías supondría, en caso de insolvencia, una disminución de la pérdida potencial para el prestamista, siempre y cuando las garantías estén valoradas a precios de mercado y sean de fácil realización, y, en último término, una disminución del riesgo asumido por el prestamista en la operación. Es claro que, ceteris paribus la existencia de garantías disminuye el riesgo asumido en un préstamo. Si resulta que los prestatarios que tienen préstamos garantizados son por término medio más seguros, entonces se podría decir en firme que las garantías suponen un decremento del riesgo. Sin embargo, si se demuestra que los prestatarios que ofrecen garantías son por término medio más arriesgados, entonces el efecto de las garantías sobre el riesgo asumido puede ser positivo o negativo según la magnitud de las fuerzas contrapuestas⁶⁴. Sin embargo, su simple existencia, aunque puede constituir una condición necesaria, no debería suponer una condición suficiente para la concesión del préstamo.

Esta forma de teorizar la relación entre uso de garantías y calidad del prestatario, presupone que la entidad prestamista tiene la información que le permite distinguir

⁶⁴A. N. Berger y G. F. Udell (1990), estiman que el uso de garantías se da más en los casos de préstamos y prestatarios más arriesgados. Sus descubrimientos basados en una muestra de préstamos estadounidenses realizados entre 1977 a 1988, sugieren que los préstamos garantizados eran más arriesgados que la media, y que por tanto, el recurso al uso de las garantías no compensa el mayor riesgo de estos préstamos que necesitaban ser asegurados.

entre prestatarios seguros y arriesgados. Sin embargo, en la realidad, en las relaciones crediticias existen asimetrías de información al existir información relevante que sólo conoce el prestatario. De esta forma, H. Bester (1985) dice que como las entidades financieras desconocen las características de riesgo de cada empresa, los contratos destinados a empresas de bajo riesgo se caracterizan por garantías altas y tipos de interés bajo, mientras que empresas de alto riesgo soportan tipos de interés más elevados y bajas garantías, ya que saben que tienen mayor probabilidad de perder las garantías.

El establecimiento de garantías en principio y hasta cierto nivel, actúa como señal de la calidad del solicitante de fondos, véase S.Y. Chan y G. Kanatas (1987) y reduce los problemas derivados de la información asimétrica evitando el efecto selección adversa y riesgo moral, en la medida en que con ellas el prestatario envía la señal de que espera obtener de sus inversiones flujos de caja suficientes para hacer frente a la deuda contraída ya que en otro caso perdería los activos comprometidos. Sin embargo, para los prestatarios de peor calidad les supone un coste muy elevado el comprometer una serie de activos como garantías dada la mayor probabilidad de impago que tienen, por ello preferirán pagar mayores intereses y soportar menores garantías. Por otro lado, el establecimiento de garantías permite asegurar la inversión crediticia de las entidades bancarias y no motivar a los prestatarios hacia la toma de decisiones arriesgadas que puedan poner en peligro los activos establecidos como garantías. Según D. Besanko y A.V. Thakor (1987), los prestatarios más seguros serán los más propensos a realizar préstamos garantizados. Según estos autores, bajo información imperfecta

la existencia de garantías disminuye el problema del racionamiento del crédito y los prestatarios de bajo riesgo ofrecerán mayores garantías que los de alto riesgo. Además, los autores M. Deshons y X. Freixas (1987), parten de que las rentas de los proyectos no son conocidas más que por la empresa prestataria y que no son directamente observables por la banca. Las garantías, según estos autores, juegan un doble papel, pues además de constituir una cobertura financiera, son una señal que transmite información al prestamista ya que una empresa prestataria está más dispuesta a ofrecer altas garantías cuando el proyecto que ella va a realizar es de alta calidad. En principio, empresas con poca probabilidad de insolvencia aceptarán incrementos en las garantías a aportar, que serán compensados con menores tipos de interés. Sin embargo los prestatarios con más riesgo, preferirán comprometer menores garantías y soportar mayores tipos de interés, ya que en caso de pérdida ésta sería menor y en caso de éxito podrán soportar los elevados tipos de interés.

Sin embargo, según J.E. Stiglitz y A. Weiss (1981), el incremento de las garantías requeridas para la concesión del préstamo, producirá efectos similares al incremento del tipo de interés, pudiendo provocar incrementos del riesgo promedio de la cartera de crédito del acreedor, produciendo cierto efecto selección adversa o induciendo al comportamiento oportunista del prestatario. El aumento de garantías puede perjudicar en la obtención de fondos a los clientes con menos riesgo, si las únicas empresas que disponen de garantías suficientes son aquellas que las han generado por haber llevado a cabo con éxito proyectos de riesgo elevado. Sin embargo, empresas que llevan a cabo proyectos de bajo riesgo,

posiblemente no dispondrán de los activos requeridos como garantías, produciéndose el efecto selección adversa. Por otro lado, mayores garantías pueden incentivar al prestatario a emprender proyectos más arriesgados que ofrezcan un mayor rendimiento para tratar de evitar y compensar su pérdida en caso de quiebra, véase S.Y. Chan y A.V. Thakor (1987).

Además de esto, el establecimiento de garantías no implica que el riesgo asumido sea nulo, ya que aún en el caso de que los activos entregados como garantía cubran la totalidad de la inversión crediticia, existen una serie de costes vinculados a la liquidación de esos activos por lo que los valores de la garantía nunca son sustitutos perfectos del reembolso del préstamo. Estos costes pueden deberse a una pérdida de valor de los activos, que provoque que en el momento de la liquidación no cubran la totalidad de la deuda contraída; además existen los costes de transacción derivados del proceso legal de ejecución y liquidación de las garantías y por último, el coste de imagen para la entidad prestamista que puede incluso, en el caso de que la liquidación ponga en peligro la continuidad de la empresa prestataria, impedir la liquidación de estos activos.

La exigencia de garantías al reducir sustancialmente el efecto de las imperfecciones y asimetrías de información acerca de las actividades del prestatario, disminuye la demanda de información y por tanto el coste de endeudarse, véase D.M. Jaffee y T. Russell (1976).

2.4.3. - El vencimiento

El vencimiento del préstamo es otro factor de riesgo importante, cuanto más largo sea el vencimiento de una operación crediticia, mayor será el riesgo asumido, ya que resultará más difícil valorar la capacidad futura del prestatario para devolver los fondos concedidos, y será más elevada la probabilidad de que suceda un cambio adverso imprevisto por el prestatario que altere su capacidad de pago del préstamo.

En el caso de préstamos destinados a inversiones en actividades productivas, según la lógica financiera, su vencimiento debiera coincidir con el momento en que la inversión realizada comience a generar fondos. Aunque esto en realidad no siempre ocurre así, es cierto que los préstamos destinados a este tipo de inversiones, son a largo plazo; ya que la propia naturaleza de la inversión requiere periodos más extensos debido al periodo de adaptación a la nueva inversión y el tiempo que transcurre hasta que se traduce en incremento de rentabilidad de la empresa. Este vencimiento más largo, supone la asunción de mayores riesgos para la entidad prestamista, la cual puede adoptar diversas estrategias para cubrirse bien estableciendo mayores garantías o bien siendo menos proclive a la concesión de este tipo de préstamos.

2.4.4. - El tamaño del préstamo y otras condiciones

El tamaño del préstamo, es otra de las condiciones objeto de negociación ya que cuanto mayor sea la cantidad de dinero prestada, mayor será la concentración del riesgo en un único prestatario y menor la probabilidad de que en el vencimiento el valor de los activos crezca por encima del valor del préstamo, implicando todo ello un mayor riesgo asumido por la entidad prestamista.

Por otro lado, la entidad prestamista puede establecer unos mecanismos de control en forma de cláusulas del contrato de deuda, para supervisar las actividades de la empresa prestataria durante el tiempo en que transcurra la relación crediticia, con el fin de detectar conductas y decisiones imprevistas que impliquen transferencia de riqueza de la entidad prestamista a los accionistas. La detección de estos hechos, permitirán a la entidad prestamista evitarlos o en su caso, anticiparse a ellos trasladando al tipo de interés pactado el coste derivado de estas actuaciones. Estas cláusulas comunmente hacen referencia a nuevas inversiones, al reparto de dividendos, a la adquisición de nuevas obligaciones crediticias y a cuestiones relacionadas con la política de financiación de la empresa prestataria. Además, la entidad prestamista establecerá otros mecanismos de control para informarse sobre la evolución del negocio, mediante el seguimiento de los descubiertos, el requerimiento de elaboración de planes de negocio periodicos... Estos mecanismos de control pese a que no suponen que la entidad prestamista tome participaciones en la empresa prestataria, son valorados

negativamente por la misma, llevándole incluso a rechazar el endeudamiento y a preferir la financiación vía recursos internos.

2.5. - LA PROBLEMÁTICA DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA EN LA OBTENCIÓN DE FINANCIACIÓN

Las pequeñas y medianas empresas constituyen un importante elemento dinamizador de la economía y desarrollo de un país, lo cual revela la importancia que adquiere la existencia de un sistema financiero que brinde a las pequeñas y medianas empresas financiación en condiciones adecuadas a sus necesidades. Numerosos estudios han argumentado como las pequeñas empresas⁶⁵ en cualquier economía sufren problemas con el acceso y condiciones de su financiación en cada etapa de su desarrollo ya que muchas de las tradicionales formas de financiación empresarial no están disponibles para ellas⁶⁶, estando discriminadas por los mercados e instituciones financieras. La falta de recursos financieros, ya sea por la incapacidad para captar el capital o los préstamos necesarios o por el elevado coste de los mismos, pueden amenazar la capacidad de crecimiento de las empresas de reducida dimensión e incluso la supervivencia

⁶⁵ S.R. Fazzari et al. (1987) verificaron la hipótesis que las pequeñas empresas no tenían igual acceso a los mercados de deuda y de capital, aportando resultados empíricos que mostraban la dificultad de obtener financiación externa para empresas en desarrollo en sectores en crecimiento y mostrando los efectos de las imperfecciones y de la segmentación de estos mercados en proveer de recursos a las empresas. Sus resultados demuestran que la proporción de autofinanciación varía sustancialmente por estratos de tamaño de empresa, siendo mucho más importante en pequeñas empresas, teniendo éstas además la mayor parte de los fondos bancarios a corto plazo. J. Egelin-Hornle y G. Licht (1997) descubrieron que la percepción de las restricciones financieras que sufrían las empresas era mayor para las pequeñas empresas y las empresas intensivas en investigación y desarrollo, debido a la disponibilidad de garantías; concluyendo que las empresas innovadoras se enfrentaban a dificultades especiales en la búsqueda de financiación, siendo esto acorde con la teoría del azar moral y evidencias empíricas recientes.

⁶⁶ Según D.A. Walker (1989), las pequeñas empresas sólo están financiadas por un segmento del mercado de deuda y de capital.

empresarial⁶⁷, ya que la realización de nuevas inversiones generadoras de valor depende en gran medida de los recursos que generan las inversiones existentes, lo cual pone de relieve la debilidad financiera de las pequeñas y medianas.

Las pequeñas empresas, deben confiar principalmente en el crédito de los proveedores y en el crédito bancario como fundamentales fuentes de deuda y en los recursos del propio empresario o personas cercanas al mismo como fuentes de fondos propios. El acceso limitado a fondos propios externos que desde hace muchos años, ha sido identificado como un problema para las pequeñas empresas⁶⁸, unido a la imposibilidad de emitir deuda en los mercados financieros, provocan que la mayoría de las pequeñas empresas reciben su financiación externa del sistema crediticio. Estas restricciones de acceso a la financiación que sufren las pequeñas empresas, tienen sus causas tanto por el lado de la oferta de fondos como de la demanda de los mismos.

Si nos centramos en el estudio de las limitaciones de la oferta de financiación a las pequeñas y medianas empresas⁶⁹, observamos que existen imperfecciones de los mercados de capitales que conducen a una socialmente incorrecta oferta de financiación a proyectos de inversión o a una incorrecta fijación de los tipos de interés cargados a los fondos concedidos. Entre estas imperfecciones destaca en

⁶⁷ K. Keasey y P. McGuinness (1990) y K. Keasey y R. Watson (1992), evidenciaron la existencia de asociación positiva entre financiación externa y rentabilidad empresarial.

⁶⁸ Véase J. Stanworth y C. Gray eds. (1992).

⁶⁹ Estudios de D.B. Audrests y J.A. Elton (1997) concluyeron la existencia de restricciones a la financiación por el lado de la oferta en la economía alemana, particularmente en la etapa de nacimiento empresarial y coincidiendo con autores anteriores, para las empresas innovadoras, identificándose dependencia de las decisiones de inversión de la obtención de beneficios.

primer lugar, la existencia de barreras de entrada financieras y de regulación a algunos mercados organizados de capitales⁷⁰, que restringen la demanda de capital o de deuda mediante emisiones de acciones, empréstitos y pagarés. Esta limitación de acceso a los mercados de capitales, impiden que éstos actúen como mecanismo de resolución de conflictos⁷¹, causando que los conflictos que surjan entre el empresario y posibles accionistas externos sean irresolubles, lo cual impide, a su vez, la obtención sistemática de financiación externa vía participación en el capital, tal y como lo obtienen, las grandes empresas con acceso a los mercados organizados de capitales. Además, la falta de acceso a estos mercados de deuda organizados acarrea, del mismo modo, los consiguientes problemas de gestión de la relación de agencia entre empresario y prestamista impidiendo que la deuda detenida por las empresas de reducida dimensión tenga una propiedad dispersa⁷².

En segundo lugar, las empresas grandes son más conocidas y normalmente disponen de más sofisticados y actualizados sistemas de presentación y difusión de la información empresarial, que favorecen la transparencia informativa, características muy valoradas por los oferentes de fondos. En este sentido, las empresas más pequeñas se hayan sometidas al círculo vicioso de la información financiera, ya que la menor preocupación por obtener información de gestión, supone la generación de información poco representativa del patrimonio

⁷⁰ Mercados que progresivamente adquieren una mayor relevancia en la financiación empresarial debido al proceso desintermediador que sufren los sistemas financieros

⁷¹ Los mercados organizados de capitales controlan las decisiones de los directivos, conceden liquidez a las inversiones proporcionando, por tanto, instrumentos de incentivo, vigilancia y garantía.

empresarial, que no satisface totalmente los requisitos de determinados usuarios externos de la información contable como la administración pública y los prestamistas. Este círculo se cierra ya que las deficiencias de información inciden a su vez en una peor calidad de la gestión.

En tercer lugar, es comúnmente aceptado por los oferentes de fondos que el tamaño en si mismo es un indicador del nivel de riesgo empresarial, siendo la tasa de quiebra en las pequeñas empresas mayor que en las grandes. Esta mayor tasa de quiebra es debida a que la pequeña y mediana empresa es más dependiente de las arbitrariedades de la coyuntura, ya que aunque obtienen mayores beneficios que las grandes empresas, la dispersión de estos resultados es mucho más alta implicando por tanto un mayor riesgo. Esta mayor dependencia de la coyuntura es debida entre otros factores a su menor poder de mercado, a un bajo nivel de diversificación de productos y a la dependencia de un menor número de clientes y proveedores. Asimismo pese a que la quiebra de una gran empresa supondría una pérdida considerablemente más cuantiosa que la de una pequeña empresa, dada la mayor diversificación del riesgo que presentan las grandes empresas, gracias a la realización de distintos proyectos de inversión, los inversores y prestamistas son más precavidos con las empresas de menor tamaño.

⁷² La deuda bancaria generalmente concentrada permite un ahorro de costes de gestión en la relación de agencia, que favorecen este tipo de endeudamiento.

En cuarto lugar, en el caso del mercado de crédito, la existencia de tantas oportunidades de inversión crediticias rentables y el crecimiento persistente de la demanda de préstamos, ha desarrollado en las entidades crediticias patrones de comportamiento conservadores, que se materializan en la evaluación de las solicitudes de fondos siguiendo el enfoque de garantías, en vez de la utilización del enfoque de viabilidad. El seguimiento del enfoque de garantías lleva a que los bancos quieran prestar a empresas seguras, a las que puedan exigir garantías, siendo consideradas las pequeñas empresas prestatarios menos seguros que las grandes empresas ya que dada su reducida dimensión sufren limitaciones en la disponibilidad de activos que pueden ofrecer como garantías a las entidades crediticias.

Además las características inherentes a las pequeñas empresas provocan una serie de efectos adversos en la propia demanda de financiación realizada por estas empresas.

En las empresas de reducida dimensión, la mayor interrelación entre la empresa y la persona del empresario implica la resistencia de éste último a ciertas formas de financiación externa. El deseo de mantener el control de la empresa, el miedo a la pérdida de autonomía en la dirección de la misma o a la difusión de información sobre la actividad pueden motivar actitudes ambiguas por parte de los propios empresarios y un menor uso de la financiación externa⁷³. La existencia de

⁷³ R. Cressi y C. Olofsson (1997) estudian el caso de empresas de Suecia, descubriendo en la mayoría de ellas y en la totalidad de los sectores de actividad, la aversión de los accionistas a la venta de acciones a terceros, siendo más acusado en el caso de las empresas pequeñas. Además, la preferencia de la financiación mediante

restricciones a la financiación por el lado de la demanda, implica que la simple disponibilidad u oferta de financiación no resuelve totalmente el problema del acceso a la misma.

Esta serie de razones y otras explican las limitaciones que sufre la pequeña empresa en la captación de financiación externa, pudiendo ver limitada la realización de nuevas inversiones a la propia capacidad para generar recursos. Así, pese a que las empresas pequeñas representan la mayor parte de la producción industrial y del empleo tienen un acceso al crédito a corto plazo a un coste relativamente mayor y ven racionado su acceso a la financiación a largo plazo. Estas empresas de menor dimensión han soportado tipos de interés - incluso tras ajustar los costes de transacción y riesgo - y balances compensatorios mucho mayores que las empresas grandes⁷⁴.

2.5.1.- Acceso a la financiación bancaria

El crédito bancario, resulta ser el recurso de financiación externa más utilizado por las pequeñas y medianas empresas. Sin embargo este medio de financiación no está exento de limitaciones ya que con el fin de reducir la exposición al riesgo que implica la financiación a pequeñas empresas, las entidades bancarias adoptan una serie de estrategias como ofrecer fundamentalmente financiación a corto

deuda frente a los fondos propios, existe incluso en empresas en que el propio empresario desea crecer pero no acepta los efectos de admitir nuevos socios.

⁷⁴ S.R. Fazzari et al. (1987), J. Stanworth y C. Gray eds (1992).

plazo y asegurar esta financiación mediante los activos empresariales o personales de las pequeñas empresas⁷⁵.

En definitiva, la incapacidad de las empresas pequeñas para obtener financiación crediticia a largo plazo unido a su déficit de fondos propios acaba traducándose en un mayor protagonismo de la financiación a corto plazo, generando situaciones financieras más tensas que en las empresas grandes⁷⁶.

Además, el aseguramiento de estas operaciones financieras implica que el empresario soporta los riesgos empresariales asociados a sus acciones y por tanto, evita que la entidad bancaria tenga que asumir labores de supervisión costosas. Dado que la información sobre la situación económica, financiera y patrimonial suministrada a las entidades financieras además de insuficiente, resulta en ocasiones poco fiable⁷⁷, las entidades financieras racionan sus recursos, prefiriendo su colocación en proyectos poco arriesgados y de gran envergadura, frente a proyectos de menor dimensión y mayor riesgo.

⁷⁵ Según un estudio de M. Tamari (1980) en que se tratan datos de Estados Unidos, Francia, Reino Unido, Israel y Japón, las empresas pequeñas tienen similares ratios de deuda respecto al total de recursos pero sin embargo destaca que las grandes empresas tienden a tener un grado de deuda respecto al total de financiación a largo plazo mayor que las pequeñas empresas. Según análisis empírico realizado con datos procedentes de la Central de Balances por C. Ocaña et al. (1993) sobre la financiación de la pequeña y mediana empresa española, en el que se considera gran empresa a aquellas de más de 250 trabajadores, las empresas grandes muestran un ratio de deuda con coste respecto del activo neto menor que las pequeñas y medianas empresas, pero una mayor dependencia del endeudamiento bancario muestra; siendo para ambos estratos de tamaño de empresa a corto plazo la mayoría del endeudamiento bancario. De esto se deduce una mayor dependencia de financiación de deuda frente proveedores que soportan las pequeñas respecto a grandes empresas.

⁷⁶ Asimismo, el trabajo del G. Mato (1990) y J.C. Fariñas et al. (1992) concluyen que las pequeñas empresas están menos endeudada que las grandes, financiación externa es fundamentalmente bancaria y a corto plazo. El estudio de M. Illuoca y J.M. Pastor (1997), demuestra que las empresas de menor dimensión tienen una menor tasa de recursos permanentes sobre activos que la empresa grande

2.5.2. - Las asimetrías de información

Las asimetrías de información entre agentes son especialmente relevantes en el mercado de crédito, resultando particularmente preocupantes en el caso de las pequeñas y medianas empresas y empresas de nueva creación⁷⁸.

La razón principal que justifica la existencia de mayores asimetrías de información en el proceso de préstamo de fondos a las pequeñas empresas es la existencia de economías de escala en la actividad de obtener y procesar información, ya que los costes de obtener información y evaluar un proyecto normalmente son altos y de carácter fijo, por ello, resulta proporcionalmente más caro para los prestamistas supervisar a empresas de menor tamaño⁷⁹. Por otro lado, también para las pequeñas empresas resulta más costoso que para empresas grandes cumplir con los requisitos de revelación de información por su menor disponibilidad de información interna y capacidad de organización y presentación de la información relevante para la solicitud de fondos. Este mayor coste de adquisición de información sobre el negocio, características del proyecto de inversión y previsiones económicas conduce a que los prestamistas minimicen la adquisición y tratamiento de este tipo de información y simplemente evalúen el riesgo de la

⁷⁸ P. Milgrom y J. Roberts (1982) hablan del oportunismo precontractual, ya que una de las partes tienen más y mejor información.

⁷⁸ Según B. Jovanovic (1982), los empresarios cuando comienzan un negocio no cuentan con información sobre las perspectivas futuras, costes reales ... por lo tanto en este caso, existe simetría de información entre entidad prestamista y empresa prestataria. Así, las limitaciones en la disponibilidad de fondos son internas, originadas por la falta de información sobre el negocio de que se dispone.

⁷⁹ Según L. Nakamura (1993), las entidades financieras como consecuencia de su oferta de depósitos disfrutan en sus préstamos a las pequeñas y medianas empresas de una serie de ventajas informativas. En el caso de las grandes empresas, la información sobre los depósitos pierde utilidad ya que las entidades financieras no pueden controlar toda la amplitud de los negocios y en caso de poder hacerlo la complejidad limitaría la comprensión de esta información.

inversión crediticia mediante el establecimiento de garantías suficientes que cubran totalmente su inversión.

En cuanto a las empresas de nueva creación, según V. Salas (1994), "la empresa establecida durante cierto tiempo en el mercado advertirá la necesidad de captar fondos financieros adicionales como consecuencia de sus decisiones de crecimiento, la mayor parte de las veces a través de actividades y proyectos muy próximos a lo que constituye su negocio corriente, [...] la empresa está en condiciones de aportar un conocimiento de los factores que condicionan la demanda del producto o servicio y de sus costes de producción, fruto de la experiencia previa en ese mercado". Sin embargo, "la empresa que está en proceso de ser creada no dispone de la misma información sobre el mercado. Esta información se debe sustituir por estudios prospectivos sobre viabilidad del producto o servicio...; pero es preciso advertir que dichos estudios deberán llevarse a cabo *ex profeso* para la nueva empresa que se crea, mientras que las empresas establecidas generan información a través del aprendizaje de la experiencia. El resultado final es que obtener información sobre los costes y la demanda requerirá incurrir en costes tanto más importantes cuanto más precisa es la información a obtener. Algunas veces estos costes serán sustanciales y otras cuando la creación de la nueva empresa se produce como consecuencia de introducir en el mercado un producto o servicio que implica una innovación importante, obtener información fiable y precisa será casi imposible. La nueva empresa, y de modo especial, la innovadora, nace soportando una elevada incertidumbre sobre el mercado y la producción, la cual se traduce en un elevado

incertidumbre sobre el mercado y la producción, la cual se traduce en un elevado riesgo que condicionará a las transacciones financieras por las que la empresa accede a los fondos necesarios".

Además, V. Salas (1994) también destaca que el valor económico del nuevo proyecto empresarial depende de forma directa de la capacidad del empresario para evitar que sus potenciales competidores accedan a información sobre el mismo. Por lo tanto, además de la incertidumbre, existe un problema de transmisión de la información ya que se debe conseguir que los inversores externos, o prestamistas, conozcan lo suficiente del mismo para que les merezca confianza la operación inversora, sin que con ello se ponga en peligro el valor económico del proyecto. Todo esto implica que las asimetrías de información entre prestamistas y prestatarios, son mucho más importantes en el caso de que el prestatario sea una empresa de nueva creación.

En estos casos, las entidades bancarias consideran la participación del empresario en el capital como una señal que reduce las asimetrías de información. Investigaciones de D.J. Storey (1993), evidencian a pesar de haber sido afirmado por distintos autores, que la concesión de préstamos bancarios a nuevas empresas no está relacionado con las características del empresario promotor, pero sí con el uso de sus ahorros personales en la financiación de la misma y con la forma social de la nueva empresa.

Dada la existencia de importantes asimetrías de información hay que destacar el particularmente importante papel que ejercen los bancos al recoger y diseminar información relativa a las pequeñas empresas que no son bien conocidas en los mercados y cuya información no es fácilmente accesible, véase J. Corbett (1990). Estas asimetrías de información son las que motivan precisamente que las pequeñas empresas sigan recurriendo a la financiación bancaria. J. Houston y C. James (1996), estudian el caso de Estados Unidos y demuestran que el uso de deuda bancaria está relacionada con el tamaño de la empresa, ya que las asimetrías de información son menores en grandes empresas, lo cual reduce la necesidad de supervisión por parte de la banca.

2.5.3. - Exigencia de garantías

Se pueden esgrimir diferentes argumentos que concluyan que las empresas de tamaño pequeño y mediano, especialmente si son empresas recién creadas⁸⁰, sufren mayores problemas para cumplir las exigencias de garantías que las empresas de mayor tamaño o las empresas establecidas⁸¹. En cuanto a las pequeñas y medianas empresas, como se ha dicho anteriormente, el tamaño en sí mismo es un indicador del riesgo empresarial, ya que una empresa pequeña es más dependiente de las arbitrariedades de la coyuntura, y por supuesto detenta

⁸⁰ J. García Cobos (1995) demuestra que el nivel de inversión y crecimiento de las empresas jóvenes está restringido por su riqueza, es decir, por la cantidad de deuda que pueden avalar.

⁸¹ Según M. Cowling et al. (1991), las pequeñas empresas soportan ratios de garantías significativamente mayores que rondan como media dos veces el valor del préstamo. Estos resultados resultaron consistentes con otras investigaciones como las de K. Keasey y R. Watson (1992) y M. Binks et al. (1991), quienes identificaron las exigencias de garantías como una limitación significativa para la capacidad de obtener financiación por las pequeñas empresas. Según estudio de C. Ocaña et al. (1993), las empresas de menor

menor poder dentro del mercado inherente a su dimensión. Este mayor riesgo percibido por las entidades bancarias prestamistas se traducirá en una mayor exigencia de garantías.

Por ello, por un lado las pequeñas empresas pueden ver limitada su capacidad de crecer al estar sus activos comprometidos de antemano con préstamos existentes, y por otro lado, los procesos de creación de nuevas empresas pueden verse restringidos ante las exigencias de garantías.

En lo que se refiere a las empresas de nueva creación, el problema anterior se agudiza por dos razones principalmente. En primer lugar, las empresas de nueva creación no gozan de una reputación creada a través de sus actividades comerciales y financieras, que se traduzca en confianza mutua con los distintos agentes comerciales y financieros, como los prestamistas, con los que interactúa, véase V. Salas (1994). Por tanto, los prestamistas al conceder fondos a una empresa de nueva creación, sobre la cual no tienen referencias de su reputación ni experiencia de su comportamiento, exigen una serie de garantías superiores a las que pedirían si la empresa pudiera aportar un historial del cumplimiento de sus compromisos. En segundo lugar, siguiendo al mismo autor, la creación de una nueva empresa está muy ligada a la figura del empresario promotor. Dado que el talento, capacidad empresarial y honestidad de una persona no son características fácilmente observables, en el caso de tratarse de un nuevo

tamaño mantienen saldos en cuenta corriente que representan un porcentaje de cobertura de la deuda bancaria mucho mayor que en el caso de grandes empresas.

empresario tendrá dificultades para que los agentes con los que se relacione como entidades prestamistas, reconozcan su capacidad y honestidad. Por lo tanto, al nuevo empresario promotor se le exigirán garantías adicionales.

2.5.4. - Fijación de los tipos de interés

Diversas investigaciones han estudiado el comportamiento de los tipos de interés de la financiación crediticia en relación al tamaño de las empresas prestatarias⁸². La asimilación entre mayores tipos de interés cuanto menor sea el tamaño de la empresa está justificada por diversos factores. En primer lugar, las pequeñas empresas generalmente aportan menos volumen de negocio indirecto a las entidades bancarias viéndose por tanto limitado su poder de negociación frente a ellas. En segundo lugar, recurre en menor medida a información sobre distintas alternativas de financiación a las que en muchos casos su propia dimensión les impide acceder y no dispone como las grandes empresas de recursos humanos

⁸² Según evidencia empírica aportada por A. Eerges et al. (1985), el tamaño empresarial relativo medido como el activo de la empresa respecto del activo total del sector, es una variable que influye en el coste financiero. Sin embargo, según el estudio realizado por C. Ocaña et al. (1993)- basado en datos de la Central de Balances-, en el que se estudia el coste de endeudamiento que soportan empresas españolas pertenecientes a distintos estratos de tamaño, concluye que no existen diferencias significativas en los costes financieros medios para los distintos estratos y cuando éstas existen son favorables al estrato de las pequeñas empresas, consideradas como aquellas empresas de 200 o menos trabajadores, de lo cual se deriva que el coste de la financiación ajena no varía significativamente con el tamaño de la empresa. Sin embargo, según los mismos autores, las empresas de menor tamaño sufren un coste implícito o indirecto mayor que los de las grandes empresas, ya que mantienen saldos en cuenta corriente que representan un porcentaje de cobertura de la deuda bancaria mucho mayor que en el caso de grandes empresas. Este estudio está corroborado por el de M. Illueca y J.M. Pastor (1997)- basado en datos estadísticos del Instituto de Estudios Fiscales-, según el cual los costes de financiación ajena no son significativamente diferentes por distintos estratos de tamaño de empresa. Según estos autores, tras este hecho se esconde una concesión de crédito subordinada a la presentación de avales o financiación condicionada a la adquisición de determinados elementos del activo. Según trabajo realizado por N. Levato (1996), que estudia el caso francés, la observación de los datos relativos a los intereses pagados por pequeñas y medianas empresas y de los balances disponibles, confirman la idea de que empresas de estas dimensiones tienen difícil acceso para conseguir financiación.

con formación en temas financieros que conozcan y puedan evaluar críticamente distintas ofertas de las entidades financieras. Además, las empresas pequeñas sufren asimetrías de información más agudas lo cual implica un mayor riesgo y fijación de mayores tipos de interés.

Las entidades crediticias argumentan que la fijación de mayores tipos de interés reflejan los mayores costes de transacción debido a la no consecución de economías de escala de las que se benefician las grandes empresas; los mayores costes de supervisión por el mayor tiempo y recursos dedicados al análisis de riesgo de las empresas pequeñas y la mayor exposición al riesgo empresarial que supone financiar a la empresa de reducida dimensión.

Sin embargo, estos tipos de interés acrecentados tienen otras finalidades distintas de la valoración objetiva del riesgo empresarial, como son, disuadir las solicitudes de crédito de empresas emergentes o escasamente rentables; compensar los costes de búsqueda de información sobre la calidad crediticia de los prestatarios y los de supervisión del cumplimiento de las condiciones de los créditos, y restringir el nominal solicitado mediante el encarecimiento de los mismos.

En definitiva, la fijación de altos tipos de interés en la financiación crediticia condiciona tanto los procesos de creación de nuevas empresas como la supervivencia de las empresas existentes⁸³.

⁸³ M. Robson (1991) y K. Cuthbertson (1990) analizaron como la supervivencia de las empresas descendía conforme aumentaban los tipos de interés.

2.5.5. - Instrumentos facilitadores en la provisión de financiación a la pequeña y mediana empresa

La estructura institucional del sistema de apoyo a la pequeña y mediana empresa está compuesto por numerosas iniciativas y organismos de carácter público y privado que desarrollan su actividad, tanto a nivel nacional como internacional⁸⁴. El objetivo de estas iniciativas reside en mejorar la asignación de recursos procedentes del ahorro entre las distintas actividades productivas, redirigiendo para ello los recursos desde las empresas que no sufren restricciones en el acceso a la financiación y que tienen un resultado marginal de su inversión más bajo hacia empresas que padecen restricciones de fondos y que facilitándoles el acceso al mismo podrían obtener un resultado marginal de la inversión que realicen mayor.

Así, en el Reino Unido, el Informe Bolton en 1971⁸⁵ y el Informe Wilson en 1979⁸⁶ estudiaron el caso de las pequeñas empresas de este país, considerando que el comportamiento de la banca era demasiado adverso al riesgo y creador de un "gap" financiero, y concluyendo que conseguir financiación era un problema para las empresas pequeñas y de nueva creación. Según el Informe Wilson, a pesar del riesgo adicional en que incurre un banco cuando presta a una pequeña empresa, la prima de tipo de interés era como media dos puntos más elevada que

⁸⁴ Dentro del marco de la Unión Europea, los ejes prioritarios de actuación de la política de apoyo a la pequeña y mediana empresa, destacan de manera muy especial entre otros aspectos, la mejora del acceso de las pequeñas y medianas empresas europeas a las fuentes de financiación.

⁸⁵ Véase J. Stanworth y C. Gray eds (1992).

⁸⁶ Véase Instituto de Estudios Económicos (1983).

la cargada a las grandes empresas, lo cual era excesivo. Estos informes condujeron en el Reino Unido al diseño de una serie de medidas⁸⁷ para compensar los fallos de mercado en la oferta de financiación destinados a pequeñas empresas, y a subgrupos especialmente afectados, como las empresas tecnológicamente avanzadas. En Alemania, el conjunto formado por instituciones financieras, gobierno y empresas privadas conforman un sistema que puede considerarse un modelo de financiación a las pequeñas y medianas empresas, que trata de cubrir sus necesidades de financiación adecuadamente. A pesar de ello, también este sistema presenta rigideces y limitaciones en la provisión de fondos a empresas de nueva creación y de alto contenido tecnológico, véase D.B. Audrets y J.A. Elston (1997)⁸⁸. En Francia también se dispusieron una serie de medidas destinadas a incrementar la oferta de financiación a pequeñas empresas, véase N. Levratto (1996).

⁸⁷ En el Reino Unido, en los ochenta, se introdujo junto con el programa "Business Expansion Scheme" - cuyo objetivo es que personas de ingresos altos invirtieran directamente en pequeñas compañías suscribiendo sus acciones, a cambio de beneficios fiscales- el denominado "Loan guarantee scheme (LGS)" que tenía como objetivo aumentar el volumen de crédito concedido por los bancos. En los noventa, junto al LGS, se pusieron en marcha programas como el SMART y el SPUR, destinados a apoyar inversiones en empresas innovadoras o con contenido tecnológico o en innovaciones como el "Enterprise Investment Scheme" y el "Venture Capital Trust" para lanzar la inversión en pequeñas y medianas empresas. Todo este conjunto de medidas, junto con otras de carácter fiscal etc... posibilitaron en el Reino Unido un resurgimiento de la cultura empresarial. Así, en 1991 se redactó un informe del Comité de Comercio e Industria de la Cámara de los Comunes, que concluía que las pequeñas empresas en el Reino Unido se enfrentaban a muy pocas dificultades en conseguir financiación para sus proyectos de inversión e innovación, continuando, sin embargo, problemas de insatisfactoria relación con la banca que provee de financiación básicamente a corto plazo, y de acceso a financiación vía capital, sobre todo para proyectos que implican riesgo.

⁸⁸ D.B. Audrestsch y J.A. Elston (1997), estudiaron el caso alemán y corroboraron que pese a la existencia de instituciones complementarias en el sistema financiero alemán que cubren las necesidades tanto de grandes como pequeñas empresas, que existen restricciones de liquidez, las cuales son más graves para pequeñas empresas y de que el sistema financiero alemán se particularmente deficiente en canalizar fondos hacia nuevas empresas en nuevos sectores de actividad.

En el caso de España, se han diseñado una serie de instrumentos para favorecer el acceso de las pequeñas empresas a los fondos externos, que podemos clasificarlos en medidas directas, como son las líneas de préstamos preferentes o los avales públicos ... y en medidas de carácter horizontal, como son la generación de una serie de mercados e instrumentos facilitadores de acceso a la financiación por parte de las pequeñas y medianas empresas.

El establecimiento de líneas de préstamos preferentes para la financiación de inversiones a largo plazo, es una de las medidas directas más destacadas destinada al apoyo al acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas. Los créditos preferentes son un instrumento que facilita financiación bancaria a largo plazo y a tipos de interés situados en la banda baja de los establecidos por el mercado. En España la principal entidad que gestiona este tipo de préstamos es el Instituto de Crédito Oficial que mantiene una decidida política de apoyo a las pequeñas y medianas empresas, en consonancia con las directivas comunitarias y con el conjunto de medidas de carácter financiero y fiscal de apoyo aprobadas por el gobierno, denominada Línea Pymes⁸⁹. El Instituto desarrolla esta actividad a través de la concesión de créditos de mediación, suscribiendo convenios con la banca privada, destinados a la financiación a largo plazo de nueva inversión productiva en las pequeñas y medianas empresas. Con esta actividad, el Instituto de Crédito Oficial pretende mejorar el acceso de las pequeñas y medianas empresas a la financiación bancaria en condiciones

⁸⁹ Junto a la línea Pyme, el ICO ha establecido otras líneas de financiación y subvenciones adicionales, en colaboración con instituciones comunitarias o con organismos de la Administración Central

competitivas tanto en tipos de interés como en plazos, además de contribuir al desarrollo de una cultura de financiación a largo plazo para este tipo de empresas.

Sin embargo, no hay que olvidar que la aceptación o el rechazo de las solicitudes corresponde únicamente a las entidades financieras colaboradoras. La condición necesaria para que estas líneas alcancen el objetivo pretendido es que no provoquen efectos perversos sobre la asignación eficiente de los recursos, para lo cual los préstamos deben aprobarse atendiendo a criterios de racionalidad económica: conceder los créditos únicamente a las empresas que presenten proyectos de inversión viables y hacer consistente el coste de las líneas de estos préstamos ya que las instituciones prestamistas deben utilizar los mecanismos de mercado para obtener los recursos dedicados a estos fines.

En segundo lugar, entre los mercados e instrumentos creados para mejorar el acceso de la pequeña y mediana empresa a la financiación se destacan, la figura de las sociedades de garantía recíproca, las sociedades y fondos de capital riesgo, el segundo mercado bursátil, la titularización de créditos y los préstamos participativos.

Las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) son la principal y quizá la mejor respuesta, que las pequeñas y medianas empresas españolas han encontrado para solucionar su problema de financiación. En España, las SGR son sociedades mercantiles, creadas por los propios empresarios, cuyo objeto principal consiste en prestar garantías a favor de sus socios, para las operaciones que éstos

realicen en su actividad empresarial⁹⁰. Además de la concesión de los avales mutuos para facilitar el acceso a la financiación crediticia, las SGR con su actividad aumentan la transparencia de los mercados crediticios e incrementan el poder de mercado de las pequeñas y medianas empresas frente a las entidades financieras.

Las SGR tienen una demanda de recursos y una cartera de proyectos suficientemente diversificada que les permite obtener unas condiciones de crédito para las empresas avaladas mejores que las que éstas obtendrían individualmente ya que cada una de ellas no ofrecen ni la información ni las garantías suficientes como para obtener recursos a un coste que les permita competir con otros demandantes con menor riesgo y mayor rentabilidad. De esta forma, las pequeñas empresas a través del sistema de garantías mutuas que ofrecen las SGR, pueden acceder en condiciones competitivas al mercado de crédito. Para que el sistema de garantías mutuas cobre sentido, el coste de obtención del aval otorgado a las empresas deberá ser compensado con la disminución de tipos de interés que pagarían las mismas si la operación se realizase directamente con los bancos en ausencia de garantías⁹¹.

⁹⁰ Con la ley del 1/1993, han pasado a consideración de entidades financieras y su objeto social se ha ampliado al campo del asesoramiento financiero.

⁹¹ Según A. Machado (1996), el análisis de eficiencia del sector de SGR españolas, es importante para evitar que las subvenciones que reciban estas empresas cubran de hecho las ineficiencias de su gestión. Según evidencia empírica aportada por el mismo autor, se observan grandes diferencias de eficiencia entre las distintas SGR, indicando que el conjunto del sector podría reducir los costes medios totales de su actividad principal en torno al 28%, si lograra unos costes medios similares a los de la empresa más eficiente.

El capital riesgo supone una oportunidad de obtención de financiación para aquellos proyectos de gran rentabilidad potencial pero que por su riesgo implícito o condiciones de explotación no obtendrían fondos en el mercado de crédito tradicional. El objeto social de las sociedades de capital riesgo es la participación a largo plazo pero de forma temporal y minoritaria en el capital social de empresas que presentan alguna ventaja competitiva y que en un momento determinado de su desarrollo, necesitan incorporar recursos propios para financiar sus planes de inversión. Además de los recursos, el inversor suele aportar valor añadido, en términos de credibilidad frente a terceros o de asesoramiento e intervención en la gestión en situaciones difíciles. Es decir, el inversor se involucra de alguna manera en la actividad de la sociedad, pero sin tener una participación directa en la gestión diaria de la empresa. En compensación por el riesgo asumido, una vez agotado el periodo establecido, la sociedad de capital riesgo desinvierte vendiendo sus participaciones bien a los propios accionistas o a terceros ajenos a la empresa y obtiene, en caso de éxito, las plusvalías correspondientes.

En su origen, el capital riesgo consistía en la participación de empresas en sus primeros estadios de desarrollo, mediante participaciones minoritarias y temporales. Sin embargo, posteriormente, dada la ausencia de un marco adecuado para su desarrollo, tanto en España como en otros países europeos, se ha modificado algunas de estas características básicas del capital riesgo.

El capital riesgo ha terminado por englobar a operaciones de menor riesgo en empresas ya existentes en procesos de crecimiento, o empresas consolidadas

hacia las que en los últimos años se ha destinado una creciente proporción de los fondos de capital riesgo⁹². En este sentido, pese a que el capital riesgo resulta especialmente útil para proyectos innovadores en los que no se conoce la evolución futura de la actividad, el largo periodo de maduración necesario para que el proyecto alcance dimensiones suficientes supone un obstáculo para su desarrollo y eficacia como fuente de financiación para empresas de nueva creación o proyectos empresariales arriesgados, llevando al capital riesgo a una creciente participación en empresas ya existentes y de mayor tamaño. En este sentido se está acuñando el término capital desarrollo, cuya características concuerdan con una forma de actuación cada vez más usual de los inversores en capital riesgo que participan en empresas no cotizadas de mediana dimensión, con participaciones mayoritarias de carácter permanente. La creciente preferencia por las participaciones mayoritarias está motivada por la falta de instrumentos eficientes como los segundos mercados de valores, que aseguren la desinversión del capital riesgo. Así, existe la participación conjunta de varias entidades de capital riesgo, detentando entre todas ellas una participación mayoritaria. La búsqueda de participaciones estables se debe al deseo de los inversores de participar en empresas consolidadas, que puedan ofrecer una adecuada remuneración a largo plazo vía dividendos o simplemente, porque no quieren sufrir la presión de vender las participaciones sin obtener las plusvalías adecuadas.

⁹² Según J. Martí Pellón (1995), las políticas de inversiones de los inversores en capital riesgo en el periodo 1986-1994, se han orientado en el caso de los inversores públicos de forma creciente hacia empresas en procesos de expansión o empresas consolidadas, reduciendo las inversiones en actividades de puesta en marcha, debido a la necesidad de obtener ingresos regulares para cubrir gastos de funcionamiento y de disminuir el peligro de descapitalización. En cuanto a los inversores privados, que desde el comienzo participaban en procesos de puesta en marcha en pocas ocasiones, no sólo los

Los segundos mercados bursátiles constituyen una alternativa que mediante unas condiciones de admisión de títulos a cotización menos restrictivas, permiten a la mediana empresa acceder a los mercados de capitales para dotar de mayor liquidez a sus títulos.

En general, la experiencia de estos mercados no es muy exitosa⁹³, debido, en primer lugar, a la iliquidez de los títulos de las empresas medianas, para los cuales no suele haber transacciones suficientes y en segundo lugar, al desinterés de las bolsas, sociedades de valores e intermediarios por colocar estos títulos, ya que cuanto menor sea el tamaño de la empresa que se negocia en el mercado, habrá menor número de transacciones, como consecuencia de lo cual, las comisiones que los intermediarios financieros recibirán serán menores. Para potenciar el funcionamiento de los segundos mercados, entre otras se debería por un lado, diseñar una serie de medidas de carácter fiscal que favorecieran al inversor en estos mercados; además, los intermediarios financieros deberían desempeñar un papel más activo, tanto mediante la inversión directa como a través de operaciones de aseguramiento y colocación de emisiones; y por último, los potenciales inversores deberían disponer de elementos de juicio como la calificación de las emisiones para poder tomar sus decisiones de inversión.

abandonan sino que también son reticentes a invertir en empresas establecidas si su tamaño es reducido o la participación en su capital es minoritaria.

⁹³ A excepción del caso del mercado NASDAQ en Estados Unidos.

La titularización de créditos no hipotecarios, desde su aparición⁹⁴ resulta ser una medida de financiación apropiada para las pequeñas y medianas empresas, constituyendo una alternativa al acceso directo a los mercados de capitales. Los fondos de titularización de créditos de las pequeñas y medianas empresas, constituyen un método de desintermediación cuyo activo aglutina préstamos y créditos, principalmente bancarios, concedidos a la pequeña y mediana empresa, otorgándoles el tamaño, la homogeneidad y la mejora en el riesgo suficientes, para respaldar un pasivo formado por una serie de valores de distinta naturaleza que son emitidos y colocados en los mercados de forma estandarizada y en condiciones atractivas para los inversores y emisores. La titularización de créditos se enfrenta a una serie de dificultades técnicas que frenan su desarrollo como instrumento de desintermediación, como son la homogeneización de préstamos de distinta naturaleza y la valoración o "rating" de los mismos.

Los préstamos participativos, tienen como elemento distintivo la incorporación al tipo de interés fijo, una parte variable en función de los resultados de la empresa⁹⁵. Esta característica ayuda a reducir la probabilidad de quiebra de la empresa, contribuyendo a una mejora de la evaluación del riesgo de la empresa prestataria, ya que la parte variable de los intereses sólo se paga si la empresa obtiene beneficios. Además de esto, el préstamo participativo es un tipo de deuda subordinada, es decir, los prestamistas del mismo ocupan el último lugar entre

⁹⁴ En España, Ley 19/1992. En Estados Unidos su desarrollo se remonta a la década de los ochenta, con objeto de acercar el mercado de capitales a la financiación de sectores de la economía que habían dependido hasta entonces del crédito, fundamentalmente bancario

⁹⁵ Existe la posibilidad de utilizar distintas variables de resultados para determinar la parte variable del tipo de interés de los préstamos participativos.

todos los acreedores a la hora de recuperar su inversión si la empresa llega a una situación de insolvencia. Esta característica supone la no reducción de la capacidad de endeudamiento de la empresa prestataria.



CAPÍTULO 3

ANÁLISIS DE LAS PRIMAS DE RIESGO FIJADAS POR LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS EN LA FINANCIACIÓN CREDITICIA



3.1. - INTRODUCCIÓN

Los intermediarios financieros como proveedores de financiación crediticia deben ser capaces de evaluar el riesgo que supone cada inversión crediticia, y en virtud de esta evaluación del riesgo, decidirán la concesión de los fondos y negociarán las condiciones del contrato de deuda, como tipos de interés, garantías y vencimientos.

Características propias de cada sistema financiero, como el grado de desarrollo de los mercados de valores, el carácter de las relaciones establecidas entre la banca y las empresas y los sistemas de control corporativos, condicionan distintos aspectos de la labor de los intermediarios financieros como proveedores de financiación crediticia, afectando a la obtención de información, la supervisión, la resolución de los conflictos y a la provisión de financiación a largo plazo.

En consecuencia, las características propias de los sistemas financieros influyen en uno de los aspectos fundamentales de la labor de provisión de financiación crediticia que llevan a cabo los intermediarios financieros, como es la evaluación del nivel de riesgo de las operaciones crediticias, afectando tanto a la forma de estimación de este riesgo, es decir, a las características de la operación crediticia consideradas indicadoras del nivel de riesgo como a los valores de las primas de riesgo fijadas con base en la estimación del mismo.

3.2. - OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN

El objetivo de la investigación reside en analizar si las características de los sistemas financieros influyen en la evaluación del nivel de riesgo de las operaciones crediticias, tanto a través del estudio de los valores de las primas de riesgo como de las variables utilizadas para la estimación del mismo.

Para ello, se debe analizar el efecto de las características de los sistemas financieros además de otros factores como el sector de actividad y el tamaño en las primas de riesgo fijadas por los intermediarios financieros de distintos países en la financiación crediticia. En el presente estudio, las primas de riesgo se entienden como unos indicadores del nivel de riesgo estimado por las entidades de crédito cuando actúan como oferentes de fondos, calculándose como el sobreprecio que las entidades de crédito añaden a los tipos de interés de referencia, en virtud del riesgo que supone una inversión crediticia frente a una inversión neutra al riesgo.

Además, se debe estudiar la influencia de las variables indicadoras del nivel de riesgo sobre las mencionadas primas de riesgo en los países analizados, con el fin de detectar la existencia de diferentes patrones de comportamiento de las entidades crediticias de estos países en la fijación de las primas de riesgo. En el estudio se denomina patrones de comportamiento, a la utilización de una serie de variables de carácter económico-financiero como indicadoras del nivel de riesgo crediticio.

3.3. - HIPÓTESIS A CONTRASTAR

El objetivo de la investigación reside en la contrastación empírica de las dos hipótesis siguientes:

- HIPÓTESIS 1 : El país, el sector de actividad y el estrato de tamaño condicionan los valores de las primas de riesgo.

- HIPÓTESIS 2 : Los intermediarios financieros de distintos países utilizan patrones de comportamiento diferentes para la fijación de las primas de riesgo.

La primera hipótesis plantea que además de un conjunto de variables de carácter económico-financiero indicadoras del nivel de riesgo, como pueden ser ratios de endeudamiento y garantía, ratios de rentabilidad, de generación de recursos y de solvencia, que las entidades crediticias utilizan en la evaluación de solicitudes de crédito, otros factores como el país, el sector de actividad o el estrato de tamaño de las empresas tienen un efecto significativo en la determinación de los valores de las primas de riesgo que fijan las entidades crediticias en sus operaciones de crédito.

En este sentido, el proceso de evaluación de las solicitudes de crédito que llevan a cabo los intermediarios financieros pasa por la valoración de las variables económico-financieras que estas instituciones consideran relevantes como

indicadoras del riesgo. Pero además, las características propias de los sistemas financieros consolidados en distintos países, constituyen un factor que influye en el proceso de evaluación llevado a cabo por sus entidades financieras para la estimación del nivel de riesgo de sus operaciones crediticias, afectando a la determinación de las primas de riesgo de las mismas.

Según esta hipótesis, las diferencias en las primas de riesgo que soportan las economías de diversos países, no se deben exclusivamente a la existencia de diferentes niveles de riesgo o a causas coyunturales, sino a que las diferentes características, configuración y entorno competitivo de los sistemas financieros, influyen en las condiciones de financiación crediticia y por tanto, en los valores de las primas de riesgo. Por ello, se pretende verificar que las diferencias en los valores de las primas de riesgo fijadas en distintos países, están afectadas significativamente por las diferentes características de los sistemas financieros de los países analizados.

En esta primera hipótesis, también se pretende verificar que las diferencias en los valores de las primas de riesgo fijadas en distintos países, están afectadas significativamente por el sector de actividad donde compite la empresa prestataria y el tamaño de la misma.

La pertenencia a un determinado sector de actividad constituye, con independencia del nivel de riesgo estimado a partir de la evaluación de las variables de carácter económico-financiero, un elemento relevante en el proceso

de valoración de las solicitudes de crédito que llevan a cabo las entidades crediticias. Las características propias de distintos sectores de actividad, como son el atractivo o el interés estratégico del sector para la banca; la estructura de propiedad del mismo, especialmente si tiene participación pública o de una entidad bancaria o las características estructurales del sector, influyen en la estimación del riesgo en una operación de préstamo, y en la fijación de las primas de riesgo de la misma.

El tamaño de la empresa prestataria es otra variable a considerar dentro de la evaluación del nivel de riesgo que realizan las entidades prestamistas. Las empresas de tamaño reducido tienen un poder de mercado inferior frente a la banca y soportan mayores carencias de información, formación y gestión que limitan su capacidad de negociación de condiciones ante las entidades prestamistas. Además, las entidades crediticias soportan una serie de costes fijos de administración y de análisis, los cuales dado el menor volumen de negocio de las pequeñas y medianas empresas suponen unos costes unitarios más elevados. Por otro lado, las grandes empresas negocian en un plano de igualdad con las entidades crediticias teniendo la posibilidad de recurrir a formas de financiación competitiva que no son alcanzables por las pequeñas y medianas empresas. Todo esto lleva a que las empresas pequeñas y medianas exclusivamente en atención a su dimensión sean calificadas como un segmento de mayor riesgo.

La segunda hipótesis plantea que las características de los sistemas financieros de distintos países influyen en los patrones de comportamiento utilizados por los

intermediarios financieros en la valoración del riesgo de las inversiones crediticias y en la fijación de las primas de riesgo. En este estudio se entiende por patrón de comportamiento, la utilización de una serie de variables de carácter económico-financiero seleccionadas como indicadores del nivel de riesgo.

Esta segunda hipótesis que se basa en la existencia de dos patrones de comportamiento básicos en la valoración del riesgo de las inversiones crediticias: el patrón de viabilidad y el patrón de garantías, nos permitirá conocer en los países analizados, las características del proceso de evaluación y por tanto, de asignación de recursos realizado por los intermediarios financieros. El seguimiento de estos patrones de comportamiento en los países objeto de estudio, permitirá a su vez, la identificación de los diferentes modelos de sistema financiero, el modelo orientado hacia los intermediarios y el modelo orientado hacia los mercados, en tanto en cuanto a la evaluación del nivel de riesgo y fijación de las primas de riesgo.

3.4. - BASE DE DATOS Y METODOLOGÍA

En este apartado se va a describir, los datos utilizados, la metodología de tratamiento de los mismos y la descripción de las variables que van formar parte de los análisis realizados para contrastar las hipótesis de partida.

3.4.1. - Base de datos

La base de datos que se utiliza consiste fundamentalmente en una selección de datos procedentes de la base de datos B.A.C.H. (Bank of Accounts of Companies Harmonized), véase anexo 1. Además se utilizan los datos suministrados por las Cuentas Financieras del Banco de España, para obtener la tasa interna de retorno de la deuda pública a 10 años y el tipo de interés interbancario a 3 meses, ambos, tipos de interés de referencia utilizados para el cálculo de la variable prima de riesgo, véase cuadro 2.

Los países que se incluyen en el estudio y con los que se pretenden cubrir los objetivos del mismo son los siguientes: Alemania, Francia, Italia, Reino Unido y España⁹⁶.

⁹⁶ La no inclusión de datos referentes a países como Estados Unidos o Japón cuyo análisis, dadas las características particulares de estos sistemas financieros, hubiesen sin duda enriquecido la presente investigación, es debida a la falta de comparabilidad de los valores de gran cantidad de variables con las del resto de países, véase Banco de España (1997).

El periodo completo que abarca las bases de datos tratadas va desde el año 1982 hasta 1995, constituyendo los años 1982 a 1990, el periodo fundamental de análisis, ya que para el periodo 1991-1995, no se disponen de datos para el Reino Unido. Dado que el estudio empírico que se pretende realizar tiene como una constante en sus objetivos analizar la realidad de distintos modelos de sistemas financieros, la inclusión de datos del Reino Unido, como exponente del modelo de sistema financiero orientado hacia los mercados resulta necesario. Por ello, la base de datos que fundamentalmente se utiliza en el estudio se obtiene a partir de los datos de la base B.A.C.H. suministrada con anterioridad a la renovación de las series efectuada en 1996, la cual contiene datos para la totalidad de los países, desde 1982 hasta 1990. Con objeto de actualizar el estudio y corroborar los resultados obtenidos, paralelamente se realizarán los mismos análisis con otra base de datos que recoge la nueva serie de datos B.A.C.H. y que cubre el periodo 1991 a 1995, pero sin datos del Reino Unido. Los resultados del análisis para el periodo 1991-1995, sólo se mencionará cuando aporte resultados que difieran sustancialmente de los obtenidos para el periodo 1982-1990. Dado que la nueva serie B.A.C.H. mejora la desagregación por estratos de tamaño, también se utilizará para cubrir los objetivos del estudio relativos al estrato de tamaño.

El análisis se va a centrar en el estudio de la empresa industrial manufacturera, la construcción y la empresa de servicios, detallándose a continuación la desagregación sectorial de la base de datos empleada, véase la desagregación sectorial original de la base B.A.C.H. en el anexo 1.

CUADRO 1 - SECTORES DE TRABAJO.

211.	Extracción de minerales metálicos y primera transformación.
212.	Extracción e Industria de productos minerales no metálicos.
213.	Industria química y producción de fibras artificiales y sintéticas.
221.	Construcción metálica, máquinas y materiales mecánicos, mecánica de precisión.
222.	Materiales eléctricos y electrónicos, de oficina y de tratamiento informático.
223.	Medios de transporte.
231.	Productos alimenticios, bebidas y tabaco.
232.	Textiles, cuero y vestido.
233.	Madera, papel e impresión.
234.	Otras industrias manufactureras.
3.	Construcción
4142	Comercio.
43.	Transportes y comunicaciones.
44.	Otros servicios.

La base B.A.C.H. suministra datos agregados por sectores y dentro de cada sector, los datos se desagregan en estratos de tamaño de empresa, disponiéndose, además del dato correspondiente al total del sector, el desglose en tres estratos de tamaño: pequeña empresa (ventas menores a siete millones de ECU's), empresa mediana (ventas entre siete y cuarenta millones de ECU's) y gran empresa (ventas mayores a cuarenta millones de ECU's).

A partir de las variables de Cuentas de Resultados y Balances que suministra la base B.A.C.H., véase detalle en anexo 1, se realiza el cálculo de los ratios que se van a utilizar en el estudio, véase apartado 3.4.3..

En definitiva, la base de datos utilizada contiene una serie de ratios económico-financieras correspondientes a los países Alemania, Francia, Italia, España y Reino Unido, desagregadas por sectores de actividad y estratos de tamaño de empresa⁹⁷ para el periodo 1982-1995⁹⁸.

3.4.2. - Descripción de la metodología

Para verificar la primera de las hipótesis planteadas, se realiza un análisis de covarianza⁹⁹ que obtiene el efecto de las variables cualitativas país, sector de actividad y estrato de tamaño sobre la prima de riesgo y aísla mediante un modelo de regresión, el influjo de los ratios económico-financieras indicadoras del nivel de riesgo sobre la prima de riesgo.

⁹⁷ Para la realización de este estudio hubiese sido preferible disponer de datos relativos a empresas individuales, pertenecientes a los distintos países y sectores de actividad analizados. Sin embargo, sólo se disponen de los datos suministrados por el Proyecto B.A.C.H., los cuales se presentan agregados por sector de actividad y estrato de tamaño. No obstante, tal y como sugirieron V. Azofra et al. (1991) los agregados sectoriales y por tanto las características sectoriales pueden considerarse representativos de las empresas integrantes de los mismos, o dicho de otra forma, de la empresa media del sector, en la medida en que se acepte la hipótesis que las empresas tienden a ajustar sus ratios económico-financieras a objetivos predeterminados, como son los ratios promedio del sector. Esta hipótesis de ajuste a los promedios sectoriales, se sustenta no sólo en la literatura tradicional sobre análisis de estados financieros, sino también en muchas aportaciones procedentes de la teoría financiera y de la dirección estratégica.

⁹⁸ Como se ha dicho anteriormente, pese a que la base de datos que se utiliza fundamentalmente contiene datos para el periodo 1982-1990, el estudio se actualizará con datos para el periodo 1991-1995

⁹⁹ L. Lebart et al. (1995): "Statistique exploratoire multidimensionnelle"

E. Uriel (1995): "Análisis de datos: series temporales y análisis multivariante".

El análisis de covarianza es una generalización del análisis de varianza que permite la inclusión de variables explicativas de tipo cuantitativo, como en un análisis de regresión, junto con variables de tipo cualitativo, como en el análisis de varianza. En un modelo de análisis de varianza el valor de la variable a explicar está determinada por las distintas clases o niveles en donde se realizan las mediciones de las observaciones correspondientes a una serie de variables cualitativas. Sin embargo, el análisis de covarianza supone que dentro de cada clase o nivel, la variable a explicar es función igualmente de una o más variables explicativas continuas. En este caso, la prima de riesgo de cada país y sector de actividad es función de variables indicadoras del nivel de riesgo como la rentabilidad económica o la ratio de endeudamiento.

El modelo de análisis de covarianza que se deberá aplicar variará según se cumpla o no el supuesto de homogeneidad de pendientes. Por ello, se deberá verificar si los datos cumplen el citado supuesto de homogeneidad de pendientes, que supone que cada variable cuantitativa tiene la misma importancia en los distintos niveles de las variables cualitativas o factores observados. El modelo de análisis de covarianza que se deberá aplicar variará según se cumpla o no el supuesto de homogeneidad de pendientes de cada nivel de variable cualitativa o factor.

A continuación, se presentan los dos posibles modelos de análisis de covarianza a aplicar:

1) El supuesto de homogeneidad de pendientes implica que las variables cuantitativas tienen la misma influencia en los distintos niveles de los factores. En este caso, no existen patrones de comportamiento en la estimación del nivel de riesgo significativamente diferentes en los distintos ámbitos territoriales, sectores de actividad y estratos de tamaño. Según esto, tal y como se observa en el gráfico 1, los dos niveles del factor graficados están afectados de la misma forma por la variable cuantitativa, tal y como se demuestra en sus pendientes iguales, η , y la distancia $\alpha_2 - \alpha_1$, refleja el efecto del nivel en la variable dependiente.

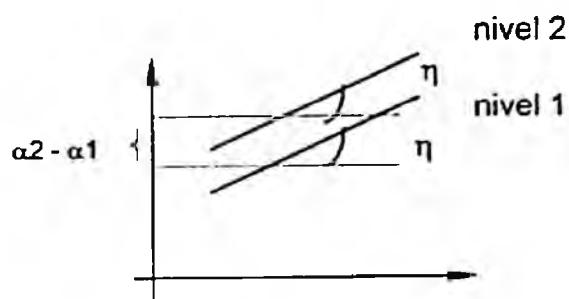


Gráfico 1 - Supuesto de homogeneidad de pendientes.

Bajo este supuesto de homogeneidad de pendientes, se podrá explicar la prima de riesgo del conjunto de ámbitos territoriales y sectores de actividad por medio de una serie de variables independientes cuantitativas indicadoras del nivel de riesgo cuyo efecto será homogéneo en los distintos niveles del factor. En este caso, mediante los efectos de la pertenencia a cada nivel de las variables independientes cualitativas o factores país, sector y estrato de tamaño estudiados se pueden detectar si el hecho de analizar las entidades

financieras de un determinado país, o el sector económico o estrato de tamaño al que pertenece el prestatario constituye un factor explicativo de la prima de riesgo. En el caso en que se verifique el supuesto de homogeneidad de pendientes se deberá aplicar un modelo de análisis de covarianza del tipo siguiente:

MODELO DE ANÁLISIS DE COVARIANZA. SUPUESTO DE HOMOGENEIDAD DE PENDIENTES.

$$PRI_{ijzw} = a + bX_1 + cX_2 + \dots + nX_N + P_i + S_j + T_z + A_w + (PST)_{ijz} + (PA)_{iw}$$

NOTACIÓN:

PRI_{ijzw} = Variable dependiente, prima de riesgo.

$X_1 + X_2 + \dots + X_N$ = Variables independientes cuantitativas indicadoras del nivel de riesgo (ratio de garantía, ratio de endeudamiento, ratio de solvencia, generación de recursos y rentabilidad económica).

P_i = Efecto de cada uno de los i tratamientos de la variable P ámbito territorial.

S_j = Efecto de cada uno de los j tratamientos de la variable S sector de actividad.

T_z = Efecto de cada uno de los z tratamientos de la variable T estrato de tamaño.

A_w = Efecto de cada uno de los w tratamientos de la variables A año.

$(PST)_{ijz}$ = Efecto interacción entre la variable P país, la variable S sector de actividad y la variable T estrato de tamaño.

$(PA)_{iw}$ = Efecto interacción entre la variable P país y la variable A año.

En este modelo, las variables de carácter económico-financiero indicadoras del nivel de riesgo, que resulten significativas en la fijación de la prima de riesgo, es decir, las variables independientes cuantitativas (X_1, X_2, \dots, X_n) significativas constituirán un patrón de comportamiento común de evaluación del riesgo para la totalidad de ámbitos territoriales, sectores de actividad y estratos de tamaño.

En segundo lugar, en el caso en que no resulten significativos el efecto país P_i , efecto sector de actividad S_j y efecto estrato de tamaño T_z implicará que las primas de riesgo de la totalidad de los ámbitos territoriales, sectores de actividad y estratos de tamaño se fijan mediante la aplicación del patrón de comportamiento común mencionado y no existirán otras características propias de cada ámbito, sector o estrato de tamaño, que resulten significativas en la fijación de la prima de riesgo. Como consecuencia, las variables independientes cuantitativas (X_1, X_2, \dots, X_n) significativas conformarán este patrón de comportamiento común de evaluación del riesgo para la fijación de la prima de riesgo.

Por último, en tanto en cuanto resulten significativos el efecto país P_i , efecto sector de actividad S_j o efecto estrato de tamaño T_z , este análisis habrá detectado la existencia de efectos significativos correspondientes a los distintos ámbitos territoriales, sectores de actividad y estratos de tamaño, lo cual implica que ese modelo común de comportamiento detectado, no es un modelo único ya que existen diferencias significativas por ámbitos, sectores y estratos de tamaño.

Estas diferencias tal y como se explica en la descripción de la hipótesis 1, se deben a la existencia de características propias de ciertos ámbitos territoriales, sectores y estratos de tamaño que influyen en la determinación de las primas de riesgo que realizan las entidades crediticias.

2) En el caso de no verificarse el supuesto de homogeneidad de pendientes, las variables indicadoras del nivel de riesgo tienen diferente influencia en los distintos niveles del factor, es decir, en los distintos ámbitos territoriales, sectores de actividad y estratos de tamaño. Tal y como se observa en el gráfico 2, la influencia de las variables cuantitativas sobre los niveles del factor, reflejadas en las pendientes η_1 y η_2 , son diferentes.

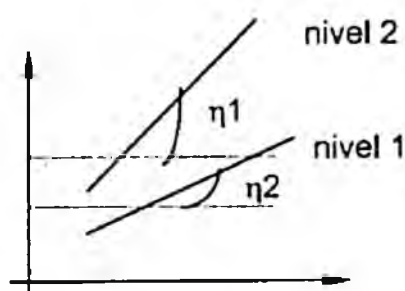


Gráfico 2 - Supuesto de no homogeneidad de pendientes.

Bajo este supuesto de no homogeneidad de pendientes se debería aislar el efecto de cada una de las variables independientes cuantitativas en cada uno de los niveles de los factores analizados, para llegar a detectar la existencia de efectos propios de los factores, es decir, poder detectar si las características propias de los ámbitos territoriales, sectores de actividad y estratos de tamaño constituyen factores explicativos significativos de la prima de riesgo. Por ello, en el caso de que se verifique el supuesto de no homogeneidad de las pendientes, deberemos aplicar un modelo de análisis de covarianza del tipo siguiente:

MODELO DE ANÁLISIS DE COVARIANZA. SUPUESTO DE NO HOMOGENEIDAD DE PENDIENTES.

$$PRI_{ijzw} = (X1P_i + X1S_j + X1T_z) + (X2P_i + X2S_j + X2T_z) + \dots + (X_nP_i + X_nS_j + \dots + X_nT_z) + P_i + S_j + T_z + A_w + (PST)_{ijz} + (PA)_{iw}$$

NOTACIÓN:

PRI_{ijzw} = Variable dependiente, prima de riesgo.

$X1 P_i$ = Efecto de la variable independiente cuantitativa indicadora del nivel de riesgo $X1$, en cada uno de los i niveles de la variable cualitativa o factor P , es decir, cada uno de los ámbitos territoriales.

$X2 P_i$ = Efecto de la variable independiente cuantitativa indicadora del nivel de riesgo $X2$, en cada uno de los i niveles de la variable cualitativa o factor P , es decir, cada uno de los ámbitos territoriales.

...

$X1 S_j$ = Efecto de la variable independiente cuantitativa indicadora del nivel de riesgo $X1$, en cada uno de los j niveles de la variable cualitativa o factor S , es decir, cada uno de los sectores de actividad.

$X2 S_j$ = Efecto de la variable independiente cuantitativa indicadora del nivel de riesgo $X2$, en cada uno de los j niveles de la variable cualitativa o factor S , es decir, cada uno de los sectores de actividad.

...

P_i = Efecto de los i niveles de la variable cualitativa P país.

S_j = Efecto de los j niveles de la variable cualitativa S sector de actividad.

T_z = Efecto de los z niveles de la variable cualitativa T estrato de tamaño.

A_w = Efecto de los w niveles de la variable cualitativa A año.

$(PST)_{ijz}$ = Efecto interacción de la variable cualitativa P país, de la variable cualitativa S sector de actividad y de la variable T estrato de tamaño.

$(PA)_{iw}$ = Efecto interacción de la variable cualitativa P país y A año.

La interpretación del modelo anterior, se resume a continuación. En el caso que no resulten significativos el efecto país P_i , efecto sector de actividad S_j y efecto estrato de tamaño T_z implicará que las primas de riesgo de la totalidad

de los ámbitos territoriales, sectores de actividad y estratos de tamaño se fijan mediante la aplicación de diferentes patrones de comportamiento y no existirán otras características propias de cada ámbito, sector o estrato de tamaño aparte de la variables de carácter económico-financiero indicadoras del nivel de riesgo, que resulten significativas en la fijación de la prima de riesgo.

Por último, en tanto en cuanto resulten significativos el efecto país P_i , el efecto sector de actividad S_j y el efecto estrato de tamaño T_z , este análisis habrá detectado la existencia de efectos significativos correspondientes a los distintos ámbitos territoriales, sectores de actividad y estratos de tamaño, lo cual implica que además de las posibles influencias significativas de las variables cuantitativas en los distintos ámbitos territoriales, sectores de actividad y estratos de tamaño, existen diferencias significativas por ámbitos, sectores y estratos de tamaño. Estas diferencias tal y como se explica en la descripción de la hipótesis 1, se deben a la existencia de características propias de ciertos ámbitos territoriales, sectores y estratos de tamaño que influyen en la determinación de las primas de riesgo que realizan las entidades crediticias.

Dado que se tratan un conjunto de datos correspondientes a distintos ámbitos territoriales, sectores de actividad y estratos de tamaño a lo largo del tiempo, conviene realizar una reflexión sobre la existencia de un posible efecto temporal. Así, el crecimiento de la economía, la disponibilidad de crédito, la actividad de los mercados monetarios y de capitales... pueden influir en un momento dado, en los

niveles de las primas de riesgo fijadas por las entidades financieras, afectando en mayor o menor medida, a la totalidad de los ámbitos territoriales, sectores de actividad y estratos de tamaño. Por tanto, puede resultar interesante identificar el efecto temporal introduciendo dos términos más a los análisis de covarianza que hemos diseñado: el efecto año A_w y el efecto interacción país-año $(PA)_{iw}$, que reflejarán respectivamente las variaciones de prima de riesgo debidas al efecto temporal, y las debidas al efecto temporal en cada uno de los ámbitos territoriales, respectivamente.

La metodología a seguir, para la contrastación de esta primera hipótesis, supone en primer lugar, la comprobación del cumplimiento de los supuestos de normalidad, homocedasticidad e independencia de los residuos; en segundo lugar, la contrastación del cumplimiento de homogeneidad de pendientes y por último, la aplicación del modelo de análisis de covarianza adecuado en cada caso. La estabilidad de los resultados principales relativos al comportamiento del efecto país y sector de actividad, se verifica mediante la realización de otros análisis de covarianza, en donde se incluyen diferentes combinaciones de variables e interacciones entre efectos, véase el apartado A2.3. del anexo 2.

La metodología de análisis de datos a seguir para contrastar la segunda hipótesis consta de dos etapas. En primer lugar, para contrastar el seguimiento, por parte de los intermediarios financieros de los distintos países analizados, de los patrones de comportamiento a identificar, como es el patrón de viabilidad y el

patrón de garantías, se debe realizar un análisis de covarianza con los datos correspondientes a cada uno de los ámbitos territoriales, para detectar las variables económico-financieras que resultan significativas en la explicación de la prima de riesgo en cada país. Y en segundo lugar, se procede a realizar un análisis cluster con objeto de detectar grupos de países en función de los valores de las variables económico-financieras indicadoras del nivel de riesgo y la variable prima de riesgo.

Tal y como se ha explicado en el análisis de covarianza de la primera hipótesis, previamente a decidir el modelo de análisis de covarianza a aplicar se testará el supuesto de homogeneidad de pendientes. En el caso de que se contraste la homogeneidad de pendientes, el modelo incluirá las variables indicadoras de nivel de riesgo características de los dos patrones a identificar y por otro lado, la variable cualitativa sector de actividad, para identificar el efecto de los distintos sectores de actividad, tal y como se presenta a continuación:

MODELO DE ANÁLISIS DE COVARIANZA. SUPUESTO DE HOMOGENEIDAD DE PENDIENTES.

$$PRI_{jw} = X_1 + X_2 + \dots + X_n + S_j + A_k$$

NOTACIÓN:

PRI_{jw} = Variable dependiente, prima de riesgo

$X_1 + X_2 + \dots + X_n$ = Variables independientes cuantitativas de carácter económico-financiero características de los patrones de comportamiento para la evaluación del nivel de riesgo.

S_j = Efecto de los j niveles de la variable cualitativa S , sectores de actividad.

A_w = Efecto de los w niveles de la variable cualitativa A , año.

En este caso, las variables cuantitativas o ratios económico-financieros indicadoras del nivel de riesgo tienen la misma influencia en cada uno de los niveles de los factores, es decir, en cada uno de los sectores de actividad de cada país analizado. Esto implica que no existen distintos patrones de comportamiento en la estimación del nivel de riesgo en los distintos sectores de actividad de un mismo país.

Sin embargo, en el caso de que no haya homogeneidad de pendientes, el modelo de análisis de covarianza recogerá por un lado, las ratios económico-financieras indicadoras del nivel de riesgo, características de los patrones a identificar, y por otro lado, las interacciones entre estas variables independientes cuantitativas y la variable cualitativa sector de actividad, por medio de las que se pretenden detectar los efectos de los potenciales patrones de comportamiento de los sectores de actividad de un país determinado. El modelo de análisis de covarianza que se aplicará se presenta a continuación:

MODELO DE ANÁLISIS DE COVARIANZA. SUPUESTO DE NO HOMOGENEIDAD DE PENDIENTES.

$$PRI_{jw} = X_1 + X_2 + \dots + X_n + X_1 * S_j + X_2 * S_j + \dots + X_n * S_j + A_k$$

NOTACIÓN:

PRI_{jw} = Variable dependiente, prima de riesgo

$X_1 + X_2 + \dots + X_n$ = Variables independientes cuantitativas de carácter económico-financiero características de los patrones de comportamiento para la evaluación del nivel de riesgo.

$X_1 S_j + X_2 S_j + \dots + X_n S_j$ = Efecto de cada una de las variables cuantitativas X_1, X_2, \dots, X_n en los j niveles de la variable cualitativa S , sectores de actividad.

A_w = Efecto de los w niveles de la variable cualitativa, año.

La elección del modelo de análisis de covarianza a aplicar a cada uno de los conjuntos de datos de cada país, está justificado por la previa contrastación del supuesto de homogeneidad de pendientes.

En la segunda etapa de esta segunda hipótesis y con objeto de detectar en distintos países características que lleven a identificar el modelo de sistema financiero orientado hacia intermediarios y el modelo de sistema financiero orientado hacia los mercados a través de los valores de las variables indicadoras de nivel de riesgo y la variable prima de riesgo, se realizará una clasificación de los países analizados en dos grupos a través de un análisis cluster¹⁰². Este análisis cluster tratará los datos correspondientes al sector total, es decir, la agregación de la industria manufacturera, construcción, comercio y servicios, de los cinco países analizados, Alemania, Francia, Italia, España y Reino Unido, en

dos particiones o grupos, pretendiendo con ello identificar dos grupos de países que a lo largo del tiempo presentan un comportamiento similar para la variable prima de riesgo y para las variables económico-financieras indicadoras de nivel de riesgo, que tal y como se detalla en el apartado 3.4.3.3. son las siguientes: el ratio de garantía, el ratio de endeudamiento bancario, el ratio de rentabilidad económica y la tasa de generación de recursos y así identificar, a través de la agrupación de los países en torno a estas variables, los dos modelos de sistema financiero definidos.

3.4.3. - Definición de las variables

Para cubrir los objetivos de este estudio empírico resulta necesario el tratamiento tanto de variables de carácter cuantitativo, como las ratios económico-financieras indicadoras de nivel de riesgo como de carácter cualitativo, como son el país, sector de actividad y estrato de tamaño de empresa.

Dado que el objetivo fundamental es el análisis de las primas de riesgo fijadas por las entidades financieras al conceder financiación crediticia, debemos en primer lugar, definir el cálculo de la variable objeto de estudio que es la prima de riesgo.

¹⁰² I. Grande y E. Abascal (1989): "Métodos multivariantes para la investigación comercial"

La prima de riesgo o el sobreprecio que las entidades de crédito fijan en virtud del riesgo que supone una inversión crediticia frente a una inversión neutra al riesgo, se calcula mediante la diferencia entre el coste de endeudamiento y la tasa de retorno de la deuda pública a 10 años¹⁰¹ del correspondiente país y año, véase cuadro 2. Esta forma de cálculo de la prima de riesgo permite medir el sobreprecio de signo positivo o negativo, que fija una entidad financiera cuando concede fondos, sobre el tipo de interés de una inversión sin riesgo, como es la inversión en bonos. A su vez, la tasa de interés de retorno de la deuda pública a 10 años de cada uno de los países incluidos en la investigación es una variable que refleja la distinta situación del entorno macroeconómico de cada país. Este aspecto resulta fundamental ya que gracias a ello en el efecto país se refleja exclusivamente las distintas características de los sistemas financieros de cada país y no las variaciones de la coyuntura macroeconómica, ya que éstas están descontadas en los valores de la prima de riesgo.

Con objeto de comprobar que la utilización de diferentes tipos de interés de referencia en el cálculo de las primas no sesga los resultados, las primas de riesgo también se calculan utilizando como tipo de interés de referencia, el tipo del mercado interbancario a tres meses, y pese a que los valores absolutos de las primas de riesgo obtenidas varían, los resultados de los análisis realizados para la contrastación de las hipótesis no difieren substancialmente de los anteriores, véase resultados en anexo 2, apartado A2.3.2..

¹⁰¹ Obtenido a partir de las Cuentas Financieras de la Economía Española del Banco de España

3.4.3.1. - Ratios económico-financieras indicadoras del nivel de riesgo

Con el objeto identificar el efecto del nivel de riesgo sobre las primas de riesgo de la financiación crediticia, se necesita disponer de una serie de variables de carácter económico-financiero indicadoras del nivel de riesgo de una determinada actividad.

El proceso de elección de las ratios económico-financieras indicadoras del nivel de riesgo ha conestado de dos etapas. En primer lugar, se han determinado los aspectos de la situación económico-financiera que resultan relevantes en la evaluación del riesgo, con base en los aspectos más relevantes del análisis financiero y en los modelos de previsión de insolvencia desarrollados; y en segundo lugar, se han definido las ratios que caracterizarán cada uno de los aspectos citados. La formulación depende de su adecuación a los objetivos del estudio, la disponibilidad de datos para su cálculo y el tipo de distribución, de las variables frente a la variable dependiente o prima de riesgo¹⁰⁴.

Los resultados de estudios empíricos realizados por diversos autores sobre modelos de predicción de insolvencia financiera, que pretendían probar la validez del análisis de ratios para la predicción de insolvencia¹⁰⁵, determinaron

¹⁰⁴ En el apartado A2.1. del anexo 2, se presentan la distribución de la variable prima de riesgo frente al resto de las variables independientes tanto cualitativas como cuantitativas.

¹⁰⁵ Las variables detectadas como relevantes en los mencionados estudios de predicción de la insolvencia financiera, se han considerado variables que las entidades crediticias valoran para estimar el nivel de

cuatro aspectos de la situación económico-financiera que se han considerado significativos en la estimación del nivel de riesgo, como son la generación de recursos, la rentabilidad, la solvencia y el nivel de endeudamiento. A estos cuatro aspectos se ha creído oportuno añadir un quinto que persigue detectar la disponibilidad de garantías de la empresa, aspecto que condiciona de forma relevante la estimación realizada por las entidades financieras del riesgo asumido en operaciones crediticias.

Los recursos generados determinan la capacidad máxima para remunerar a las fuentes de capital propias y ajenas, es decir, bajo el supuesto de no reparto de dividendos y de no inversión, representan los fondos máximos que podrían destinarse a saldar la deuda contraída. La utilización de los recursos generados en la comparación entre empresas, tiene la ventaja de no verse afectado por políticas discrecionales de dotaciones, dividendos e impuestos, constituyendo una aproximación de la capacidad de la empresa de generar rentas, es decir, de su rentabilidad, véase A. Cuervo (1994). Según el modelo que W.H. Beaver (1966) desarrolló para la predicción de la insolvencia financiera empresarial, la ratio "Cash-flow / Deuda total", resultó ser el mejor predictor de insolvencia, siendo un indicador fiel de futuros problemas financieros. Otros trabajos empíricos sobre predicción de insolvencia empresarial también destacaron la relevancia de esta ratio, tanto Y. Mensah (1983) como E.I. Altman (1983) y J. Gentry et al. (1988), lo destacan como la

riesgo de sus operaciones crediticias. Estos modelos, tal y como se explica en el capítulo 2, como es el caso del de E. Altman et. (1977) son considerados, según el mismo autor, como un complemento en la

ratio más relevante, véase A. Calvo Flores et al. (1997). Por ello, se consideró la idoneidad de esta ratio para la estimación del riesgo de inversiones crediticias, véase cuadro 2, ya que es una medida de los recursos generados en relación con la deuda que se mantiene.

Además, la ratio de la cobertura de intereses, se consideró una variable relevante para corregir esa tasa al indicar el peso que suponen los gastos financieros sobre los beneficios obtenidos, véase A. Calvo Flores (1996). Estudios sobre predicción de insolvencia de I.Dambolena et al. (1980) y A. Arqués (1997) destacan respectivamente las ratios "Beneficios antes de intereses e impuestos / Intereses" y la carga financiera como ratios relevantes.

La rentabilidad económica pone de manifiesto si los activos totales generan un beneficio proporcional a su dimensión, siendo la variable más repetida en los modelos de predicción de insolvencia y revelándose como una ratio importante en algunos de ellos. Así en el modelo de W.H. Beaver (1966) se medía mediante la ratio "Beneficio neto / Activo total" y en el modelo de E.I. Altman (1968, 1977, 1983) a través de "Beneficios tras intereses e impuestos / Activo". También destacan el valor de esta misma ratio los modelos sobre predicción de insolvencia desarrollados por I. Dambolena et al. (1980), J. Laffarga et al. (1985,1986,1987), F. Gabás (1990) y F. Lizarraga (1996), véase A. Calvo Flores et al. (1997). Tal y como se presenta en el cuadro 2, en el estudio se

evaluación de las solicitudes de préstamo, aunque no constituyen mecanismos de credit-scoring ni son un sustitutos de la evaluación de los especialistas en el análisis de riesgos crediticios.

utiliza la ratio de rentabilidad económica, calculada como la del modelo de E. Altman (1977) que valora el beneficio obtenido de las ventas sobre el activo, véase cuadro 2.

Una vez analizada la rentabilidad, el otro gran componente de todo análisis financiero lo constituye la solvencia. La evaluación de la solvencia o la capacidad de responder a todos los compromisos al vencimiento, es un tema de extrema relevancia para la valoración del riesgo de insolvencia de una operación crediticia. La solvencia estimada a través de la ratio, "Activo Circulante / Pasivo Circulante", véase cuadro 2, resultó uno de los ratios más relevantes en el modelo de predicción de insolvencia financiera de W.H. Beaver (1966), siendo también significativo en el de E.I. Altman et al. (1977) y en el de M. Holder (1984), véase A. Calvo Flores et al. (1997).

El endeudamiento y la disponibilidad de garantías son dos aspectos que están relacionados. El nivel endeudamiento de la empresa y la carga de los gastos financieros asociados son indicadores del nivel de riesgo empresarial. Por un lado, las empresas con mayores cargas financieras tienen más dificultades para atender pagos adicionales, a consecuencia de lo cual se enfrentan a más problemas en acceder a nueva deuda, véase S.R. Fazzari y M. Athey (1987). Por otro lado, y a pesar de que el nivel de endeudamiento sólo implica un mayor riesgo cuando alcanza valores por encima del nivel a partir del cual deja de existir holgura financiera, es un dato a evaluar importante. Es evidente que no es lo mismo disfrutar de una financiación fundamentada en recursos propios que tener un

elevado grado de endeudamiento, cuyos pagos obligatorios pueden afectar negativamente al beneficio y liquidez de la misma en caso de una coyuntura desfavorable. Por ello, las entidades prestamistas realizarán una evaluación de la capacidad de endeudamiento que tiene el potencial prestatario y de cómo el acceso a la nueva deuda puede afectar a su capacidad de pago. La relevancia del nivel de endeudamiento empresarial en el nivel de riesgo, se pone de manifiesto en distintos estudios sobre predicción de insolvencia financiera, así los estudios de W.H. Beaver (1966) y F. Lizarraga (1996), las ratios "Deuda / Total activo" y "Fondos Propios / Deuda total", resultan significativos respectivamente, véase A. Calvo Flores et al. (1997).

En este sentido, se han introducido el ratio de endeudamiento bancario, el nivel de endeudamiento a largo plazo y el ratio de garantía. El nivel de endeudamiento bancario, mide la proporción que supone la financiación suministrada por entidades de crédito sobre el total de la financiación, véase cuadro 2. Frente al total de deuda, la deuda bancaria resulta particularmente relevante ya que acarrea un coste y habitualmente está asegurada. La proporción de deuda bancaria mide la fortaleza o debilidad financiera y por tanto es un indicador de autonomía financiera y del riesgo de insolvencia para la entidad prestamista. Por otro lado, también se considera relevante la inclusión de la ratio de endeudamiento a largo plazo, ya que un nivel alto de endeudamiento a largo plazo, indica una mayor incertidumbre sobre la capacidad de pago en el futuro, asumiendo, por tanto, el prestamista un mayor nivel de riesgo. La disponibilidad de garantías, se evalúa a través de la ratio de

garantía que es una variable a analizar conjuntamente con el nivel de endeudamiento, véase cuadro 2. Esta variable se ha escogido por ser una variable relevante en la evaluación del riesgo crediticio que realiza una entidad prestamista, ya que constituye un indicador que califica las garantías disponibles frente a nueva financiación.

CUADRO 2 - RATIOS ECONÓMICO-FINANCIERAS**PRIMA DE RIESGO**

Coste financiero - Tipo interés bonos 10 años

 $(\text{Gastos financieros} / (\text{Deuda a corto con establecimientos de crédito} + \text{Deuda a largo})) - \text{Tipo interés bonos 10 años}$ **ENDEUDAMIENTO Y GARANTÍA****RATIO DE ENDEUDAMIENTO BANCARIO**

Deuda bancaria / Total pasivo

 $(\text{Deudas a corto plazo con establecimientos de crédito} + \text{Deudas a largo plazo con establecimientos de crédito}) / \text{Total pasivo}$ **RATIO DE ENDEUDAMIENTO A LARGO PLAZO**

Deuda a largo plazo / Total pasivo

GARANTÍA**RATIO DE GARANTÍA**

Inmovilizado material / Exigible

 $\text{Inmovilizado material} / (\text{Deuda a corto} + \text{Deuda a largo plazo} + \text{Provisiones riesgos y gastos})$ **SOLVENCIA****RATIO DE SOLVENCIA**

Activo Circulante / Pasivo Circulante

GENERACIÓN DE RECURSOS**TASA DE GENERACIÓN RECURSOS**

Cash-flow / Deuda total con coste

 $(\text{Beneficio antes de intereses e impuestos} + \text{Dotación de amortización y provisiones}) / (\text{Deuda a corto plazo con entidades de crédito} + \text{Deuda a largo plazo})$ **COBERTURA DE INTERESES**

Beneficio antes de intereses e impuestos / Gastos financieros

 $(\text{Producción} - \text{Compras} - \text{Gastos de personal} - \text{Dotaciones de amortizaciones y provisiones} - \text{Corrección valorativa de activos financieros} - \text{Otros gastos de explotación}) / \text{Gastos financieros}$ **RENTABILIDAD****RENTABILIDAD ECONÓMICA**

Beneficio antes de intereses e impuestos / Total Activo

 $(\text{Producción} - \text{Compras} - \text{Gastos de personal} - \text{Dotaciones de amortizaciones y provisiones} - \text{Corrección valorativa de activos financieros} - \text{Otros gastos de explotación}) / \text{Total Activo}$

3.4.3.2. - Otras variables empleadas

De acuerdo con los objetivos, se necesita definir una serie de variables de tipo cualitativo que permitan identificar los distintos países, sectores de actividad y estratos de tamaño, a los que corresponden los datos incluidos en el estudio, con objeto de poder identificar la influencia de los países, sectores de actividad y estrato de tamaño en los valores de las primas de riesgo.

En cuanto a los países, se define la variable "País", que presenta las siguientes modalidades: Alemania, Francia, Italia, Reino Unido¹⁰⁴ y España, codificadas para el análisis estadístico del 1 al 5 respectivamente.

La variable cualitativa "Sector de actividad", presenta una desagregación sectorial en catorce sectores, codificados del 1 al 14, que coinciden con el detalle de sectores presentado en el cuadro 1 - Sectores de trabajo, véase apartado "3.3.1. - Base de datos", pág. 127.

En el caso de la variable cualitativa "Estrato de tamaño" se distinguen las tres modalidades siguientes: pequeñas empresas (ventas menores a siete millones de ECU's), empresas medianas (ventas entre siete y cuarenta millones de ECU's) y empresas grandes (ventas mayores a cuarenta millones de ECU's).

¹⁰⁴ Sólo se disponen de datos del Reino Unido hasta el año 1990.

La variable cualitativa "Año", identifica el periodo al que pertenecen los datos, codificándose desde 82 al 95, en referencia al periodo 1982-1995.

3.4.3.3. - Patrones de comportamiento

Con objeto de caracterizar los dos patrones de comportamiento de los intermediarios financieros en la estimación del nivel de riesgo de operaciones crediticias, denominados respectivamente "Patrón de viabilidad" y "Patrón de garantías", se definen las ratios económico-financieras que más claramente identifican cada patrón.

Así, se considerará que las entidades crediticias de un país determinado se identifican con el patrón de viabilidad, si valoran en su estimación del nivel de riesgo de las operaciones crediticias las variables económico-financieras como la tasa de recursos generados y rentabilidad económica. En cuanto a la tasa de generación de recursos, resulta ser una variable relevante en el patrón de viabilidad, ya que valora la capacidad de la empresa de generar fondos para hacer frente a las obligaciones financieras y por tanto está evaluando la viabilidad de la empresa. La rentabilidad económica también resulta una variable importante, ya que en este patrón se valora la viabilidad futura. Por ello, la rentabilidad económica, al ser una garantía de supervivencia empresarial, resulta ser una variable adecuada. En el caso que esta variable resulte ser significativa en la determinación de las primas de riesgo, podremos concluir que hay cierto seguimiento del patrón antes mencionado.

En cuanto al patrón de garantías, las variables utilizadas para identificarlo son la ratio de garantía y la ratio de endeudamiento bancario. El patrón de garantías considera la capacidad de la empresa para cubrir las obligaciones adquiridas en caso de insolvencia. Por ello, la ratio de garantía, que recoge la proporción del inmovilizado frente a la deuda contraída, es una variable que refleja adecuadamente lo que se pretende medir o valorar en este patrón. Por otro lado, la ratio de endeudamiento bancario también resulta una variable relevante en el patrón de garantías, ya que indica la proporción de financiación ajena existente y por tanto, complementa la información suministrada por la ratio de garantía. En el caso en que esta variable resulte ser significativa en la determinación de las primas de riesgo, podremos concluir que hay identificación con las características de este patrón.

CUADRO 3 - RATIOS ECONÓMICO-FINANCIERAS IDENTIFICADORAS DE LOS PATRONES DE COMPORTAMIENTO DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

PATRÓN	RATIOS	FÓRMULA
Patrón de viabilidad	Rentabilidad económica	$\frac{\text{Beneficio antes de intereses e impuestos}}{\text{Total Activo}}$
	Tasa de generación de recursos	$\frac{\text{Cash-flow}}{\text{Deuda total con coste}}$
Patrón de garantías	Ratio de garantía	$\frac{\text{Inmovilizado material}}{\text{Exigible}}$
	Ratio de endeudamiento bancario	$\frac{\text{Deuda bancaria}}{\text{Total pasivo}}$

3.5. - ANÁLISIS DE RESULTADOS

3.5.1. - Verificación del efecto país y el efecto sector de actividad en los valores de las primas de riesgo

Tras la contrastación del supuesto de homogeneidad de pendientes, véase anexo 2, apartado A2.1.3.1., se verifica que no existe homogeneidad de pendientes, lo que indica que existe distinta influencia de las ratios económico-financieras en los distintos países, sectores de actividad y estratos de tamaño. Este primer resultado revela la diferente influencia de las ratios económico-financieras en los distintos niveles de los factores y anticipa una conclusión relativa a la segunda hipótesis ya que pone de manifiesto que en los distintos ámbitos territoriales se siguen distintos patrones de comportamiento en la estimación del nivel de riesgo.

La no verificación del supuesto de homogeneidad de pendientes implica que para verificar la primera hipótesis se debe aplicar el diseño de análisis de covarianza correspondiente a este supuesto, en el que las ratios económico-financieras indicadoras del nivel de riesgo ejercen diferentes influencias en los distintos niveles de los factores, es decir, en los distintos ámbitos territoriales y sectores de actividad, resultando necesario diseñar términos que recojan el efecto interacción de cada una de las ratios en los distintos niveles de los factores.

El análisis de covarianza realizado para verificar la primera hipótesis, tal y como se aprecia en el cuadro 4, aporta una R cuadrado ajustada del 93%, lo que significa que el análisis explica el 93% de la variación de la variable dependiente o prima de riesgo, véase la salida completa en el apartado A2.2.1. del anexo 2.

Este análisis, por un lado, verifica que el factor país resulta significativo, existiendo por tanto un efecto país relevante en la fijación de las primas de riesgo. Con objeto de corroborar la solidez del resultado obtenido sobre la significatividad del factor país, además de este análisis, se han realizado análisis más simples, como análisis de varianza con uno y dos factores y análisis de covarianza en las que se eliminan las interacciones, resultando en todos ellos el factor país significativo, lo que corrobora la solidez del resultado obtenido. En el anexo 2, en el apartado A2.3.3. se presentan las salidas de otros análisis realizados.

Por otro lado, este análisis revela que el factor sector de actividad no es significativo en la fijación de los valores de las primas de riesgo (Sig.F:0,067). Al igual que con el factor país, para mostrar la estabilidad de este resultado, en el anexo 2, en el apartado A2.3.3. se presentan las salidas de otros análisis realizados, resultando en algunos de ellos el factor sector significativo, lo cual revela que aunque en el análisis principal realizado no resulta significativo, este resultado no es totalmente estable.

De nuevo, con el fin de verificar los resultados obtenidos, se procedió a realizar las siguientes comprobaciones. En primer lugar, el análisis fue replicado con datos de la nueva serie de datos B.A.C.H. para el periodo 1991-95 y en segundo lugar, además de calcular la variable dependiente prima de riesgo con base en el tipo de los bonos a 10 años, se calculó utilizando el tipo de interés interbancario a 3 meses, verificándose en ambos análisis la significatividad del factor país y también del factor sector, véase apartado A2.3.1. y A2.3.2. respectivamente del anexo 2.

**CUADRO 4 - RESULTADOS EFECTO PAÍS Y EFECTO SECTOR.
ANÁLISIS DE COVARIANZA.**

Fuente de variación	Nivel de significación (1)	Significatividad (2)
Factor País (FP)	5,96	SI
Factor Sector actividad (FS)	1,66	NO
Factor Año (FA)	15,47	SI
F. País. (FP) * F. Sector (FS)	5,30	SI
F. País. (FP) * F. Año (FA)	6,86	SI
FP * Ratio endeudamiento bancario	11,53	SI
FP * Rentabilidad económica	4,15	SI
FP * Tasa de generación de recursos	8,46	SI
FP * Ratio de garantía	10,23	SI
FP * Ratio de endeudam. a largo	6,20	SI
FP * Cobertura de intereses	9,69	SI
FP * Ratio de solvencia	3,83	SI
FS * Ratio endeudamiento bancario	1,89	SI*
FS * Rentabilidad económica	3,98	SI
FS * Tasa de generación de recursos	4,41	SI
FS * Ratio de garantía	5,26	SI
FS * Ratio de endeudam. a largo	3,47	SI
FS * Cobertura de intereses	4,48	SI*
FS * Ratio de solvencia	2,10	SI

(1) El nivel de significación recoge el valor de la F. A mayor valor de F, mayor significación de la variable independiente en la explicación de la variable dependiente.

(2) Significatividad SI : Sig. F \leq 0.01

Significatividad SI* : 0.01 < Sig. F \leq 0.05

Significatividad NO: Sig. F > 0.05

La conclusión relativa al efecto país indica que existen características propias de los sistemas financieros de los distintos países incluidos en el análisis que influyen de forma significativa en los valores de las primas de riesgo, independientemente del nivel de riesgo detectado. Esto implica que determinados sistemas financieros hacen que la economía real soporte mayores primas de riesgo, encareciendo y por tanto, limitando el acceso a la

financiación a proyectos de inversión rentables que serían viables si pudiesen acceder a unas condiciones de financiación menos onerosas.

En cuanto a la no significatividad del factor sector de actividad, podría explicarse porque las características de riesgo inherente a un sector de actividad determinado, se ven reflejadas en la estructura económico-financiera de las empresas que forman parte del mismo. Consecuentemente, esto motiva que el sector de actividad no sea un factor que por sí mismo e independientemente de las variables económico-financieras indicadoras del nivel de riesgo tenga influencia significativa en las primas de riesgo.

Las interacciones entre las ratios indicadoras de nivel de riesgo y el factor país resultan significativas. Por tanto, se deduce que además de estas características propias de ciertos ámbitos territoriales que influyen en los niveles de las primas de riesgo, existen diferentes patrones de comportamiento en la evaluación del nivel de riesgo en los distintos ámbitos territoriales, es decir, diferente "pull" de variables indicadoras de nivel de riesgo explican las primas de riesgo.

En cuanto a las interacciones entre el factor sector y las ratios indicadoras del nivel de riesgo hay que destacar que resultan significativas. Por ello, mientras que no podemos afirmar que existen características propias de ciertos sectores de actividad que condicionan los niveles de la primas de riesgo; sí se deduce que las variables indicadoras de nivel de riesgo ejercen diferente influencia en

diferentes sectores de actividad. Esto resulta lógico ya que la diferente naturaleza y características estructurales de cada sector de actividad implica la utilización de diferentes indicadores a la hora de valorar el riesgo de los mismos.

El factor temporal, variable que identifica el periodo al que pertenecen los datos analizados, resulta ser el factor estadísticamente más significativo del análisis, seguido de la interacción del factor país y variable cuantitativa ratio de endeudamiento bancario (R16)¹⁰⁵.

En el cuadro 5, se muestran las estimaciones de los parámetros del factor país. Los coeficientes de signo positivo indican que las características del sistema financiero de ese país implican que entidades crediticias fijan primas de riesgo significativamente superiores y viceversa. La significatividad de los coeficientes correspondientes a los ámbitos territoriales Francia, Italia y Reino Unido, indica que las características propias de los sistemas financieros de estos países propician la existencia de primas de riesgo significativamente diferentes, teniendo Francia con una prima de riesgo adicional de signo positivo, mientras que Italia y Reino Unido presenta prima de riesgo adicional de signo negativo. Pese a que el valor de los coeficientes estimados varía según el análisis realizado, tal y como se observa en la mayoría de las salidas

¹⁰⁵ Estos dos resultados son consistentes con los obtenidos en el análisis realizado con datos de la nueva serie de datos BACH para el periodo 1991-95, y con la variable dependiente prima de riesgo calculada con base en el tipo de interés interbancario a 3 meses, véase apartado A2.3.1. y A2.3.2. respectivamente del anexo 2.

presentadas en el apartado A2.3.3. del anexo 2, Reino Unido presenta prima de riesgo adicional con signo negativo y Francia con signo positivo.

CUADRO 5 - RESULTADOS EFECTO PAÍS Y EFECTO SECTOR. ESTIMACIÓN DE PARÁMETROS. ¹⁰⁶			
Fuente de variación		Coefficiente	Significatividad (1)
Países	Alemania	-----	NO
	Francia	14,93	SI
	Italia	-18,69	SI
	Reino Unido	-8,12	SI*
	España	-----	NO

(1) Significatividad SI : Sig. $t \leq 0.01$

Significatividad SI* : $0.01 < \text{Sig. } t \leq 0.05$

Significatividad NO: Sig. $t > 0.05$

El sistema financiero francés, es un sistema bancario de gran dimensión, constituido por un elevado número de entidades con un alto grado de concentración que ha aumentado progresivamente a lo largo del tiempo¹⁰⁷. Durante el periodo para el que se ha efectuado el estudio, el sistema financiero francés presentaba entidades de grandes dimensiones y con una gran presencia del sector público, habiendo en los últimos años soportado un

¹⁰⁶ Análisis realizado con base de datos recoge el periodo 1982-90, para los países Alemania, Francia, Italia, Reino Unido y España datos desagregados por sectores de actividad. Este mismo análisis fue replicado con datos de la nueva serie de datos BACH para el periodo 1991-95, verificándose de nuevo los resultados y conclusiones principales a que se llegan en el presente análisis.

¹⁰⁷ Según J.M. Liso et al.(1996), las cinco primeras entidades detentan el 67,8% de los depósitos totales en 1994.

proceso de racionalización de su estructura¹⁰⁸, modernización y liberalización, para ganar flexibilidad y competitividad. Estas características de banca concentrada y de gran dimensión, podrían ser la razón de la existencia de comportamientos no competitivos y del establecimiento de sistemas de evaluación de los riesgos excesivamente conservadores que justificaran esas primas de riesgo adicionales de signo positivo, que presenta el sistema financiero francés en el estudio realizado.

El caso del sistema financiero del Reino Unido, exponente del modelo de sistema financiero orientado hacia los mercados, presenta diversas características que motivan la existencia de primas de riesgo adicionales de signo negativo. En primer lugar, la existencia de unos mercados de valores activos facilita la obtención de información sobre una buena parte de las empresas prestatarias lo cual implica disminución de costes de información para las entidades prestamistas. En segundo lugar, la propia actividad de estos mercados de valores disminuye los costes de la supervisión sobre las acciones de los prestatarios ya que los mercados de valores producen un efecto "cross-monitoring" del que se benefician los intermediarios. En tercer lugar, históricamente es un sistema financiero muy poco regulado, en el que las autoridades han estimulado la diversificación de actividades y la libre competencia entre intermediarios financieros. Esta diversificación de actividades implica que la actividad crediticia no constituye para las entidades

¹⁰⁸ Según J.M. Liso et al. (1996), hay una reducción global de 393 entidades de 1984 a 1994, a través de un proceso de desaparición y creación de nuevas entidades.

crediticias, la única fuente ni de beneficios ni de riesgos, no resultando por ello necesario el mantenimiento de políticas de crédito o actitudes conservadoras frente a la concesión de crédito. En cuarto lugar, la escasa reglamentación del sector y por el estímulo de las autoridades a la libre competencia motivan un nivel de competencia importante entre distintos proveedores de financiación empresarial en el sistema financiero del Reino Unido; competencia que se ve incrementada por la existencia de unos mercados de valores activos y por la mayor transparencia informacional impide que exista un "efecto informacional" que disminuya el nivel de competencia al generar ventajas para las entidades prestamistas que han mantenido relación con el prestatario, mediante la acaparamiento de información sobre el mismo. Además, hay que destacar la puesta en marcha de programas para facilitar el acceso a la financiación crediticia en condiciones adecuadas a cierto tipo de empresas que pudiesen ver limitado su acceso a la financiación como las pequeñas empresas y las empresas de nueva creación.

3.5.2. - Verificación del efecto estrato de tamaño

Para la verificación de esta hipótesis resulta más adecuada la nueva serie de datos B.A.C.H. publicada en 1995, que aunque no recoge datos del Reino Unido, presenta una mayor desagregación por estratos de tamaño. Tras la contrastación del supuesto de homogeneidad de pendientes, véase anexo 2, apartado A2.1.3.1., corroborándose de nuevo que no existe homogeneidad de

pendientes, lo que indica que existe distinta influencia de las ratios económico-financieras en los distintos países, sectores de actividad y estratos de tamaño.

Este análisis de covarianza presenta una R cuadrado ajustada del 88%, y tal y como se aprecia en el cuadro 6, corrobora los resultados obtenidos en el análisis anterior en que el factor país resulta significativo mientras que el factor sector de actividad y el factor estrato de tamaño, no lo son. Es decir, no existen características propias de los distintos estratos de tamaño considerados que condicionen los valores de las primas de riesgo. Este mismo análisis fue replicado con la variable dependiente prima de riesgo calculada a partir del tipo de interés interbancario a tres meses, verificándose de nuevo los resultados y conclusiones anteriores, véase A2.3.2. del anexo 2.

Según los resultados del análisis realizado, el tamaño en sí mismo no es un factor que tenga influencia en las primas de riesgo independientemente del nivel de riesgo estimado a través de la valoración de las variables económico-financieras. Esto implicaría que si las pequeñas empresas soportan unas primas de riesgo superiores sería debido a que tienen un nivel de riesgo superior y no simplemente a su tamaño. Sin embargo, este resultado podría estar motivado por la propia medición del tamaño empresarial utilizada en el estudio, consistente en una clasificación de las empresas en tres estratos de tamaño calculados a partir de la cifra de facturación. El estrato de tamaño de pequeñas empresas está constituido por datos de empresas con unas ventas inferiores a siete millones de ecus, por lo que este estrato podría considerarse

excesivamente amplio para reflejar fielmente la situación de la pequeña empresa. Además, cabe pensar que existen otras variables asociadas al tamaño empresarial distintas de la cifra de negocios como la forma legal, el número de trabajadores, la forma organizativa, que son utilizadas en mayor medida por las entidades financieras a la hora de fijar el nivel de riesgo de una inversión crediticia.

**CUADRO 6 - RESULTADOS EFECTO ESTRATO DE TAMAÑO.
ANÁLISIS DE COVARIANZA.¹⁰⁹**

Fuente de variación	Nivel de significación (1)	Significatividad (2)
Factor País (FP)	40,32	SI
Factor Sector actividad (FS)	-----	NO
Factor Tamaño (FT)	-----	NO
Factor Año (FA)	23,08	SI
FP * FS * FT	1,90	SI
FP * FA	3,63	SI
FP * Ratio endeudamiento bancario	11,53	SI
FP * Rentabilidad económica	6,54	SI
FP * Tasa de generación de recursos	-----	NO
FP * Ratio de garantía	11,80	SI
FP * Ratio de endeudam. a largo	4,25	NO
FP * Cobertura de intereses	7,70	SI
FP * Ratio de solvencia	59,31	SI
FS * Ratio endeudamiento bancario	2,47	SI
FS * Rentabilidad económica	2,51	NO
FS * Tasa de generación de recursos	4,25	SI
FS * Ratio de garantía	3,60	SI
FS * Ratio de endeudam. a largo	4,80	SI
FS * Cobertura de intereses	-----	NO
FS * Ratio de solvencia	3,65	SI
FT * Ratio endeudamiento bancario	11,23	SI
FT * Rentabilidad económica	-----	NO
FT * Tasa de generación de recursos	-----	NO
FT * Ratio de garantía	5,18	SI
FT * Ratio de endeudam. a largo	-----	NO
FT * Cobertura de intereses	-----	NO
FT * Ratio de solvencia	6,55	SI

(1) El nivel de significación recoge el valor de la F. A mayor valor de F, mayor significación de la variable independiente en la explicación de la variable dependiente.

(2) Significatividad SI: Sig. F \leq 0.01

Significatividad SI*: 0.01 < Sig. F \leq 0.05

Significatividad NO: Sig. F > 0.05

¹⁰⁹ Análisis realizado con datos desagregados en sectores de actividad y estratos de tamaño, provenientes de la nueva serie de la base de datos BACH, que cubren el periodo 1991-95, para los países Alemania, Francia, Italia y España, véase anexo I.

Hay que destacar que las interacciones entre las ratios indicadoras de nivel de riesgo y el factor país resultan significativas casi en su totalidad. Por tanto, se deduce que además de estas características propias de ciertos países que influyen en los niveles de las primas de riesgo, existen diferentes patrones de evaluación del nivel de riesgo en los distintos ámbitos territoriales, es decir, diferente "pull" de variables indicadoras de nivel de riesgo que explican las primas de riesgo.

Pese a que el factor estrato de tamaño resulta no ser significativo, hay que destacar que algunas interacciones entre el factor estrato de tamaño y las ratios indicadoras del nivel de riesgo resultan significativas. Por ello, aunque no podemos afirmar que existen características propias de los distintos estratos de tamaño de empresa, que condicionan los niveles de la primas de riesgo; sí se deduce que las variables indicadoras de nivel de riesgo ejercen diferente influencia en distintos estratos de tamaño. Esto resulta lógico ya que las características estructurales de cada estrato de tamaño implica la utilización de diferentes indicadores a la hora de valorar el riesgo de los mismos.

Hay que destacar que la interacción entre la ratio de solvencia y el factor país resulta ser el término estadísticamente más significativo, seguido del factor temporal. A continuación en nivel de significatividad, se presentan las interacciones entre el factor país y la ratio de endeudamiento bancario (R16) y

entre el factor estrato de tamaño y la ratio de endeudamiento bancario (R16).

En quinto lugar, en grado de significatividad, destaca el factor país.

Este mismo análisis fue replicado con la variable dependiente prima de riesgo calculada a partir del tipo de interés interbancario a tres meses, verificándose de nuevo los resultados y conclusiones principales a que se llegan en el mismo, véase A2.3.2. del anexo 2.

3.5.3. - Determinación de los patrones de comportamiento vigentes en los distintos países analizados

En la contrastación del supuesto de homogeneidad de pendientes, para la aplicación del modelo de análisis de covarianza adecuado a los datos de cada uno de los países, se verifica que se cumple el supuesto de homogeneidad de pendientes, ya que las ratios económico-financieras tienen igual efecto en los distintos sectores de actividad de cada país analizado, véase anexo 2, apartado A2.1.3.2. Esto pone de nuevo de relieve la relevancia de la dimensión país, ya que para cada país, las distintas variables tienen igual influencia en distintos sectores de actividad. A continuación se presentan los resultados obtenidos con el análisis de los datos de cada país analizado, Alemania, Francia, Italia, España y Reino Unido.

En los cuadros 7 y 8 se resumen los aspectos principales del análisis realizado para Alemania. La salida completa obtenida de este análisis se muestra en el apartado A2.2.2.1. del anexo 2.

CUADRO 7 - ANÁLISIS DE COVARIANZA : ALEMANIA.		
Fuente de variación	Nivel de significación (1)	Significatividad (2)
Factor Sector actividad (FS)	42,38	SI
Factor Año (FA)	15,80	SI
Variables cuantitativas	20,78	SI

(1) El nivel de significación recoge el valor de la F. A mayor valor de F, mayor significación de la variable independiente en la explicación de la variable dependiente.

(2) Significatividad SI : Sig. F \leq 0.01

Significatividad SI*: 0.01 < Sig. F \leq 0.05

Significatividad NO: Sig. F > 0.05

Este análisis de covarianza aporta una R cuadrado ajustada del 86,3%, tal y como se aprecia en el cuadro 7, el factor sector de actividad y el factor temporal resultan significativos. Por lo tanto, en Alemania el nivel de la prima de riesgo no está explicado únicamente por el nivel de riesgo detectado mediante la valoración de una serie de ratios económico-financieras, sino también por el factor temporal y el factor sector de actividad.

En el cuadro 8, se muestra el detalle de la regresión efectuada, mostrando los ratios económico-financieras que influyen significativamente en los valores de la prima de riesgo.

CUADRO 8 – SIGNIFICATIVIDAD RATIOS EC-FIN.: ALEMANIA.

Fuente de variación	Significatividad (1)
Ratio de endeudamiento	NO
Rentabilidad económica	NO
Tasa de generación de recursos	SI
Ratio de garantía	SI

(1) Significatividad SI : Sig. t \leq 0.01

Significatividad SI* : 0.01 < Sig. t \leq 0.05

Significatividad NO: Sig. t > 0.05

Este análisis de covarianza, véase cuadro 8, muestra que resultan significativas la tasa de generación de recursos y la ratio de garantía. Por ello podemos concluir que en Alemania, en principio, la prima de riesgo está influida por variables características tanto del patrón de viabilidad como del patrón de garantías.

En los cuadros 9 y 10 presentados a continuación resumen los aspectos principales del análisis realizado para Francia. La salida completa obtenida de este análisis se muestra en el apartado A2.2.2.1. del anexo 2

CUADRO 9 - ANÁLISIS DE COVARIANZA : FRANCIA.		
Fuente de variación	Nivel de significación (1)	Significatividad (2)
Factor Sector actividad (FS)	21,96	SI
Factor Año (FA)	28,82	SI
Variables cuantitativas	108,56	SI

(1) El nivel de significación recoge el valor de la F. A mayor valor de F, mayor significación de la variable independiente en la explicación de la variable dependiente.

(2) Significatividad SI : Sig. F =< 0.01

Significatividad SI*: 0.01 < Sig. F =< 0.05

Significatividad NO: Sig. F > 0.05

Este análisis de covarianza aporta una R cuadrado ajustada del 76,2%, tal y como se aprecia en el cuadro 9, el factor sector de actividad y el factor temporal resultan significativos. Por lo tanto, en Francia el nivel de la prima de riesgo no está explicado únicamente por el nivel de riesgo detectado mediante la valoración de una serie de ratios económico-financieras, aunque éstas suponen la mayor aportación a la explicación de la prima de riesgo, sino también por el factor temporal y el factor sector de actividad.

En el cuadro 10, se muestra el detalle de la regresión efectuada, mostrando las ratios económico-financieras que hayan resultado significativas.

CUADRO 10 – SIGNIFICATIVIDAD RATIOS : FRANCIA.	
Fuente de variación	Significatividad (1)
Ratio de endeudamiento	SI
Rentabilidad económica	SI*
Tasa de generación de recursos	NO
Ratio de garantía	NO

- (1) Significatividad SI : Sig. $t \leq 0.01$
 Significatividad SI* : $0.01 < \text{Sig. } t \leq 0.05$
 Significatividad NO: Sig. $t > 0.05$

Este análisis de covarianza, véase cuadro 10, muestra que resulta significativo la ratio de endeudamiento bancario, y aunque con menor significatividad también la rentabilidad económica. Por tanto, Francia aunque principalmente se identifica con el patrón de garantías, también está presente el patrón de viabilidad debido a la influencia de la ratio de rentabilidad económica.

En el cuadro 11, se presenta a continuación el resumen del análisis realizado para Italia. La salida completa de este apartado A2.2.2.1. del anexo 2.

CUADRO 11 - ANÁLISIS DE COVARIANZA : ITALIA.		
Fuente de variación	Nivel de significación (1)	Significatividad (2)
Factor Sector actividad (FS)	10,91	SI
Factor Año (FA)	30,16	SI
Variables cuantitativas	0,64	NO

(1) El nivel de significación recoge el valor de la F. A mayor valor de F, mayor significación de la variable independiente en la explicación de la variable dependiente.

(2) Significatividad SI : Sig. F \leq 0.01

Significatividad SI*: 0.01 < Sig. F \leq 0.05

Significatividad NO: Sig. F > 0.05

Este análisis de covarianza aporta una R cuadrado ajustada del 86,9%, tal y como se aprecia en el cuadro 11, el factor temporal y el factor sector de actividad resultan ser significativos, destacando la relevancia del primero. La aportación a la explicación de la prima de riesgo realizada por las variables cuantitativas indicadoras del nivel de riesgo no es significativa, es decir, ninguna de las cuatro variables analizadas resulta tener influencia sobre la prima de riesgo. Por lo tanto, en Italia, según el análisis realizado, las primas de riesgo no dependen del nivel de riesgo medido a través de los indicadores considerados.

El patrón de comportamiento implícito en estos resultados, implica que las entidades financieras o bien no realizan un análisis del nivel de riesgo y de las capacidades de la empresa para hacer frente a sus obligaciones crediticias, o al menos no utilizan los resultados de este análisis en la fijación de las primas

de riesgo, es decir, una vez concedida la financiación, las condiciones de la misma están estandarizadas y no dependen del nivel de riesgo.

En los cuadros 12 y 13 presentados a continuación se resumen los aspectos principales de los análisis realizados para el Reino Unido y la salida completa de este análisis se presenta en el apartado A2.2.2.1. del anexo 2.

CUADRO 12 - ANÁLISIS DE COVARIANZA : REINO UNIDO.		
Fuente de variación	Nivel de significación (1)	Significatividad (2)
Factor Sector actividad (FS)	55,04	SI
Factor Año (FA)	13,32	SI*
Variables cuantitativas	1167,09	SI

(1) El nivel de significación recoge el valor de la F. A mayor valor de F, mayor significación de la variable independiente en la explicación de la variable dependiente.

(2) Significatividad SI: Sig. F \leq 0.01
 Significatividad SI*: 0.01 < Sig. F \leq 0.05
 Significatividad NO: Sig. F > 0.05

Este análisis de covarianza aporta una R cuadrado ajustada del 89,1%, y tal y como se aprecia en el cuadro 12, el factor sector de actividad y el factor temporal resultan significativos. En Reino Unido, la valoración de las variables económico-financieras indicadoras del nivel de riesgo aportan con mucho la mayor aportación a la explicación de la prima de riesgo.

En el cuadro 13, se muestra el detalle de la regresión efectuada, mostrando que los ratios económico-financieros, rentabilidad económica y tasa de generación de recursos, han resultado significativas y por tanto, este país se identificaría totalmente con el patrón de viabilidad.

CUADRO 13 – SIGNIFICATIVIDAD RATIOS : REINO UNIDO.	
Fuente de variación	Significatividad (1)
Ratio de endeudamiento	NO
Rentabilidad económica	SI
Tasa de generación de recursos	SI
Ratio de garantía	NO

(1) Significatividad SI : Sig. t \leq 0.01

Significatividad SI*: 0.01 < Sig. t \leq 0.05

Significatividad NO: Sig. t > 0.05

La identificación del seguimiento del patrón de viabilidad en el Reino Unido es coherente con las características de un modelo de sistema financiero orientado hacia los mercados, donde la importancia de los mercados como fuente de financiación se refleja en que existe una mayor disponibilidad y transparencia de la información empresarial, necesaria para la evaluación de la viabilidad de la empresa mediante análisis de rentabilidad y de perspectivas de crecimiento. Además, la mayor importancia de los indicadores de rentabilidad y generación de recursos podría explicarse porque las valoraciones realizadas por los mercados se trasladan a los intermediarios financieros, bien por el desarrollo

de una mentalidad de mercado o porque no destinan recursos a la evaluación de prestatarios haciendo suyas las valoraciones emitidas por los mercados.

Por último, en los cuadros 14 y 15 presentados a continuación resumen los aspectos principales del análisis realizado para España: La salida completa de este análisis se presenta en el apartado A2.2.2.1. del anexo 2.

CUADRO 14. ANÁLISIS DE COVARIANZA : ESPAÑA.		
Fuente de variación	Nivel de significación (1)	Significatividad (2)
Factor Sector actividad (FS)	7,34	SI
Factor Año (FA)	4,02	SI
Variables cuantitativas	3,53	SI

(1) El nivel de significación recoge el valor de la F. A mayor valor de F, mayor significación de la variable independiente en la explicación de la variable dependiente.

(2) Significatividad SI : Sig. F = < 0.01

Significatividad SI* : 0.01 < Sig. F = < 0.05

Significatividad NO: Sig. F > 0.05

Este análisis de covarianza aporta una R cuadrado ajustada del 64,1%, tal y como se aprecia en el cuadro 14, el factor sector de actividad y el factor temporal resultan significativos. Por lo tanto, en España el nivel de la prima de riesgo no está explicado únicamente por el nivel de riesgo detectado mediante la valoración de una serie de variables económico-financieras, sino también por el periodo y el sector de actividad analizados.

En el cuadro 15, se muestra el detalle de la regresión efectuada, mostrando las variables cuantitativas que hayan resultado significativas.

CUADRO 15 – SIGNIFICATIVIDAD RATIOS : ESPAÑA.	
Fuente de variación	Significatividad (1)
Ratio de endeudamiento	NO
Renlabilidad económica	NO
Tasa de generación de recursos	SI*
Ratio de garantía	NO

(1) Significatividad SI : Sig. $t \leq 0.01$
 Significatividad SI* : $0.01 < \text{Sig. } t \leq 0.05$
 Significatividad NO: Sig. $t > 0.05$

Este análisis de covarianza, véase cuadro 15, que al igual que en el caso de Italia, ninguna ratio económico-financiera resulta significativa, aunque se podría destacar que la tasa de generación de recursos resulta significativa con una significatividad de 0,028 (Sig.F : 0,028). Por tanto, en España, al igual que en Italia, las primas de riesgo no dependen significativamente del nivel de riesgo detectado a través de los ratios económico-financieros considerados.

Por lo tanto, se ha verificado que se pueden identificar en distintos sistemas financieros, diferencias en los patrones de comportamiento de valoración de riesgos, utilizados por las entidades crediticias. Destacando, tal y como se presenta en el cuadro 16, el seguimiento del patrón de viabilidad en el caso del Reino Unido, exponente de sistema financiero orientado hacia los mercados; el seguimiento de patrones mixtos en Alemania y Francia, aunque en este último el patrón de garantías resultaba más significativo y por último, la

falta de influencia en Italia y España de las ratios económico-financieras consideradas indicadoras del nivel de riesgo sobre las primas de riesgo.

CUADRO 16 - IDENTIFICACIÓN DE LOS PATRONES DE COMPORTAMIENTO EN LOS PAÍSES ANALIZADOS

PAÍS	RATIOS	PATRÓN DE COMPORTAMIENTO
ALEMANIA	Tasa de generación de recursos Ratio de garantía	MIXTO
FRANCIA	Ratio de endeudamiento Rentabilidad económica*	GARANTÍAS
ITALIA	-----	-----
ESPAÑA	Tasa de generación de recursos*	-----
REINO UNIDO	Rentabilidad económica Tasa de generación de recursos	VIABILIDAD

* $0.01 < \text{Sig. } t \leq 0.05$

La identificación en diferentes países de distintos patrones de evaluación del riesgo crediticio, influye en la fijación de las primas de riesgo por parte de las entidades crediticias de los distintos sistemas financieros. Ante las mismas características de riesgo, según el patrón de evaluación utilizado, el nivel de riesgo estimado y por tanto el valor de las primas de riesgo será diferente. En definitiva, se podrían ampliar las conclusiones sobre el factor país, ya que como se enuncia en la hipótesis 1, las características de cada sistema financiero influyen en el nivel de las primas de riesgo, pero además en distintos países se han identificado diferentes patrones de evaluación para estimar el nivel de riesgo, que influyen a su vez en el valor de las primas de riesgo.

3.5.4. - Clasificación de países en función de los valores de la prima de riesgo y de las variables indicadoras del nivel de riesgo

El análisis realizado y presentado en los cuadros 17, 18 y 19, demuestra la existencia de dos grupos de países con comportamientos de las ratios económico-financieras indicadoras del nivel de riesgo y de la prima de riesgo, homogéneos. La salida completa del análisis cluster realizado se presenta en el apartado A2.2.2.2. del anexo 2.

En el cuadro 17, se muestra la composición de los ejes formados a partir de las variables consideradas, con base en las que se agrupan los individuos, correspondiendo a cada individuo los valores de las variables consideradas relativas al sector total de la economía de cada país y año analizados en el periodo de 1982 a 1990.

CUADRO 17 - COMPOSICIÓN DE LOS EJES ¹¹⁰ .			
	EJE 1	EJE 2	EJE 3
Prima de riesgo	-.02	-.92	-.34
Ratio endeudamiento bancario	-.78	.31	-.52
Rentabilidad económica	.94	.02	-.26
Tasa de generación de recursos	.96	-.17	-.08
Ratio de garantía	.44	.83	-.20
PORCENTAJE EXPLICACIÓN	52%	33%	10%

¹¹⁰ El análisis trata datos de base de datos BACH correspondientes al sector total, para los años 82-90, y los países Alemania, Francia, Italia, Reino Unido y España

En el cuadro anterior se muestra que el eje 1 está principalmente explicado por las variables rentabilidad económica (0.94) y tasa de generación de recursos (0.96), ambas características del denominado patrón de viabilidad, a ellas se opone la ratio de endeudamiento bancario (-0.78). Además este eje recoge el 52% de la varianza de la población. El eje 2 está oponiendo la variable prima de riesgo (-0.92) a la variable ratio de garantía (0.83), representando un 33% de la varianza, siendo por tanto, este segundo eje sensiblemente menos explicativo que el eje 1. Entre estos dos ejes han recogido un 85,6% de la varianza total, lo cual representa un porcentaje de explicación importante, por ello, no se procede a analizar el eje 3, ya que su aportación es mucho menor, dificultando la interpretación y el análisis posterior de las salidas estadísticas obtenidas.

Una vez definidos los ejes, no queda sino analizar, la agrupación de los individuos, con base en los ejes ya definidos y en definitiva, en función a las variables de partida características de los dos patrones de comportamiento descritos.

CUADRO 18 - DESCRIPCIÓN DE LOS GRUPOS A TRAVÉS DE LOS EJES Y DE LOS INDIVIDUOS.			
	EJE 1	EJE 2	INDIVIDUOS
GRUPO 1	-.73	-.36	Alemania 1982-90 Francia 1982-90 Italia 1982-90 [España 1982-86, 1990]
GRUPO 2	2.01	.99	Reino Unido 1982-90 [España 1987-89]

Tal y como se observa en el cuadro 18, se han identificado claramente dos grupos de países, el grupo 1 está formado por Alemania, Francia, Italia y el grupo 2 está constituido por Reino Unido. Estos dos grupos de países obtenidos se corresponden con la tradicional clasificación de los modelos de sistema financiero, ya que el grupo 1 recoge los países clasificados como seguidores del modelo de sistema financiero orientado hacia los intermedios financieros, mientras que el grupo 2 formado principalmente por el Reino Unido, se corresponde con el modelo de sistema financiero orientado hacia los mercados.

Como se observa en el cuadro, España aparece clasificado dentro de los dos grupos. Para la mayoría del periodo analizado, España se identifica con el grupo 1, correspondiente al modelo de sistema financiero orientado hacia los intermedios y es exclusivamente durante el periodo 1987-89, etapa de

crecimiento de la economía española en que los resultados de las empresas españolas mejoraron de manera ostensible, cuando se incluye dentro del grupo 2, correspondiente al modelo de sistema financiero orientado hacia los mercados.

La vinculación de los grupos identificados a los distintos ejes se puede formular más inteligiblemente, dado el reducido número de variables utilizadas, en términos de las variables que componen estos ejes, tal y como se ve en el cuadro 19.

CUADRO 19 - DESCRIPCIÓN DE LOS GRUPOS A TRAVÉS DE LAS VARIABLES CUANTITATIVAS.					
		GRUPO 1 ⁽¹⁾		GRUPO 2 ⁽²⁾	
	MEDIA GENERAL	MEDIA	DIF ⁽³⁾	MEDIA	DIF ⁽³⁾
Ratio endeudamiento bancario	.191	.206	+	.152	-
Prima de riesgo	.026	.032	+	.011	-
Tasa de generación de recursos	.125	.107	-	.174	+
Rentabilidad económica	.066	.058	-	.087	+
Ratio de garantía	.488	.390	-	.758	+

(1) El grupo 1 está formado por Alemania, Francia, Italia y España de 1982-86, 1990.

(2) El grupo 2 está formado por Reino Unido y España de 1987-1989.

(3) DIF indica el signo de la diferencia, cuando resulta significativa, entre la media del grupo y la media general.

Del cuadro 19, se extraen una serie de características de los dos grupos de países identificados, con la presentación de los valores de las variables de

cada grupo, resultando la totalidad de variables significativamente distintas a los valores de la media general del grupo. El grupo 1, formado por Alemania, Francia e Italia se caracteriza por una prima de riesgo superior a la media, una ratio de endeudamiento bancario superior a la media y una ratio de garantía, una rentabilidad económica y tasa de generación de recursos inferiores a la media. Este grupo tiene unas primas de riesgo más altas, y consecuentemente presenta unos valores de los indicadores de nivel de riesgo de ambos patrones, peores que la media general. En cuanto al grupo 2, formado por Reino Unido, se caracteriza por una prima de riesgo inferior a la media, junto con una ratio de garantía, rentabilidad económica y tasa de generación de recursos superiores a la media.

Así las conclusiones extraídas sobre la influencia de las características de los sistemas financieros en los valores de las primas de riesgo y en los patrones de comportamiento seguidos por las entidades crediticias para la fijación de las mismas, se ven reforzadas por los resultados del análisis cluster realizado en el estudio empírico, en el que se han clasificado los países en dos grupos, formados principalmente por un lado por Francia, Italia y Alemania y por otro lado, por el Reino Unido, en función de los valores que adoptan en estos países para el total de la economía de variables relevantes en la valoración del riesgo crediticio, es decir, las ratios económico-financieras indicadoras del nivel de riesgo y la variable prima de riesgo. Verificándose que Francia, Italia y Alemania, es decir, los países pertenecientes a modelos de sistema financiero orientado hacia los intermediarios tienen en la valoración de riesgo crediticio

comportamientos más parecidos entre sí, que Reino Unido, es decir, el país que sigue el modelo de sistema financiero orientado hacia los mercados.

A continuación se enuncian vías de investigación futuras relacionadas con la investigación presentada que supondrían una mejora o profundización de la misma.

En primer lugar, la incorporación de datos correspondientes a otros países como Estados Unidos y Japón, cuyos sistemas financieros presentan características diferentes a los sistemas financieros europeos que han sido analizados. Para llevar a cabo este estudio se deberían salvar las dificultades de comparabilidad de la información contable de estos países.

En segundo lugar, el presente análisis se podría enriquecer con el tratamiento de datos correspondientes a empresas y con la inclusión de algunas características de los contratos de préstamos establecidos, que permitieran controlar los efectos de la evaluación de las solicitudes de crédito realizada por los intermediarios financieros sobre aspectos como la cantidad concedida y las garantías exigidas y no únicamente sobre las primas de riesgo.

Además, la profundización en el análisis del tipo de relaciones establecidas entre las entidades prestamistas y las empresas, estudiando el grado de desarrollo de la banca de carácter relacional en distintos países, permitiría determinar si las diferencias detectadas en las primas de riesgo son debidas a

la asunción de funciones o riesgos adicionales característicos de la banca relacional o simplemente a la falta de eficiencia de los intermediarios financieros en su labor de provisión de financiación o a un menor grado de competencia en el sector bancario.

CONCLUSIONES



Los intermediarios financieros en su labor de provisión de financiación a la economía reducen las imperfecciones de los mercados, como los costes de transacción y las asimetrías de información, fundamentalmente gracias a su especialización y potenciales economías de escala y alcance en el tratamiento de la información, disposición de mecanismos de supervisión eficientes y capacidad de mantener compromisos a largo plazo.

Cuanto mayor sea la dificultad en la valoración de las inversiones y por tanto, la asimetría de información existente, los mercados experimentan mayores dificultades para realizar una eficiente asignación de recursos y, en estos casos, el papel de los intermediarios financieros adquiere relevancia.

La regulación existente, el grado de desarrollo de los mercados de valores, la estructura propiedad y tipo de accionistas, han condicionado las características de los sistemas financieros de distintos países, dando lugar a la identificación de distintos modelos de sistema financiero: el modelo de sistema financiero orientado hacia los intermediarios financieros y el modelo de sistema financiero orientado hacia los mercados. Las diferencias principales entre ambos modelos, que estriban en el diferente carácter de la banca universal-relacional frente a la especializada-transaccional y en el distinto carácter interno *versus* externo de los sistemas de control empresarial vigentes en cada uno de ellos, condicionan el papel de la intermediación financiera en la provisión de financiación crediticia a la economía, afectando a aspectos como, los procesos de obtención de información, la supervisión, el

establecimiento de compromisos a largo plazo y las vías de resolución de conflictos.

La forma en que son llevadas a cabo por los intermediarios financieros las labores de obtención y tratamiento de la información para la evaluación y supervisión de los prestatarios dependen de las características del sistema financiero analizado. En los sistemas financieros orientados hacia los intermediarios, en virtud de la relación estrecha y estable mantenida con el prestatario, los intermediarios se podrán beneficiar de una corriente continua de información, en ciertos casos de carácter privilegiado. Por otro lado, en los sistemas financieros orientados hacia los mercados, donde los mercados de valores son amplios y eficientes, la transparencia informacional y la monitorización continua sobre las acciones de los prestatarios ejercida por los propios mercados, permite a los intermediarios financieros obtener información y supervisar a los prestatarios dedicando a esta labor una menor cantidad de recursos.

En cuanto a la forma de resolución de los conflictos generados entre prestatario y prestamista, en los sistemas financieros orientados hacia los intermediarios, en virtud de las relaciones establecidas, los intermediarios financieros asumirán labores de renegociación e incluso de reestructuración de la empresa prestataria, resolviéndose los conflictos de forma interna. Sin embargo, en el modelo de sistema financiero orientado hacia los mercados, la resolución de conflictos no es asumida por los intermediarios y es llevada a

cabo externamente. Esta forma de resolución de conflictos puede resultar particularmente costosa ya que la diversidad de tenedores de títulos hace más difícil la coordinación y negociación entre ellos.

Finalmente, el mantenimiento de relaciones a largo plazo, que supone una disminución en los costes de transacción y facilita la resolución de conflictos de interés, es una de las características de los sistemas financieros orientados hacia los intermediarios motivada por el sistema de control interno vigente en este modelo de sistema financiero.

Pese a que los intermediarios financieros en su papel de proveedores de fondos, palián las asimetrías de información existentes a través de la evaluación del prestatario; la existencia de costes de transacción y de problemas de información provocan la existencia de restricciones o racionamiento de crédito e inadecuación de las condiciones de financiación. El proceso de obtención de información y las características de las solicitudes de fondos que se tienen en cuenta en la evaluación crediticia, condicionan la bondad de los criterios de asignación de recursos de un sistema financiero determinado, ya que con base en estos criterios se determinarán la concesión o negación de fondos, las primas de riesgo o el diferencial de tipo de interés y la exigencia de garantías. Como consecuencia de ello, la evaluación del potencial prestatario juega un papel esencial, al permitir identificar la calidad de los proyectos y penalizar incumplimientos anteriores de los prestatarios, con objeto de discriminar los proyectos potencialmente rentables y eficientes, permitiendo no sólo mejorar la cartera de créditos de la entidad, al

reducir el número de inversiones crediticias de mala calidad, sino desde un punto de vista más global, contribuir a la asignación eficiente de los recursos económicos.

En el proceso de evaluación de una solicitud de fondos, un primer paso necesario es la obtención de información sobre el potencial prestatario, proceso que resulta menos costoso cuando el prestatario es cliente de la entidad prestamista. El historial del cliente, tanto por su inmediata disponibilidad, como por su bajo coste y en muchos casos, por constituir información privilegiada sobre el comportamiento de prestatario, reduce las asimetrías de información entre prestamista y prestatario. No obstante, otros factores, como la presencia del prestatario en los mercados, la participación en el capital de la empresa prestataria o la puntuación asignada por agencias de calificación también facilitan que la obtención de información sobre la calidad del prestatario sea menos costosa y las asimetrías de información menores.

Básicamente, se distinguen dos posibles patrones de comportamiento de las entidades prestamistas en el proceso de evaluación de las solicitudes de fondos, el patrón de viabilidad y el patrón de garantías. El patrón de viabilidad, evalúa la viabilidad actual y futura de la empresa solicitante, valorándose sus previsiones sobre la generación de flujos de caja en el futuro, la rentabilidad y las perspectivas de crecimiento. En el patrón de garantías, el valor liquidativo de los activos de la empresa y las obligaciones contraídas por la empresa con anterioridad, son los aspectos que resultan relevantes. La adopción de uno u otro patrón de

comportamiento por parte de las entidades crediticias dependerá del nivel de disponibilidad de información sobre el prestatario y de los incentivos que tenga la entidad prestamista para afrontar el coste que representa cada uno de ellos. Así, la adopción del patrón de viabilidad, supone la disponibilidad de abundante información sobre la actividad y el entorno de la empresa prestataria con el fin de evaluar sus perspectivas de futuro. Mientras que en el enfoque de garantías, la información que se debe manejar es básicamente el valor de los activos, por lo que la labor de recogida y tratamiento de la información presenta menos limitaciones y su adquisición resulta menos costosa.

Los resultados de este proceso de evaluación tiene efectos importantes en la labor de provisión de fondos de los intermediarios financieros. En el caso que el proceso de evaluación realizado no haya conseguido disipar suficientemente las asimetrías de información existentes, dada la no observabilidad de las acciones del prestatario, se producen situaciones de selección adversa y riesgo moral, que hacen preferible para el prestamista el racionamiento de crédito o el establecimiento de condiciones como tipos de interés, garantías, vencimientos de tal forma que ayuden a la entidad bancaria a discriminar el riesgo de las distintas solicitudes de fondos. Asimismo, la determinación de las condiciones de la operación crediticia en función de los resultados obtenidos por el prestatario, reducen de forma alternativa las asimetrías informativas que impedían estimar el riesgo de la operación crediticia.

El tamaño de la empresa y su antigüedad son dos factores que condicionan el acceso a la financiación. El proceso de evaluación de solicitudes de fondos de empresas de nueva creación o de pequeñas y medianas empresas, dado que los costes de obtener información y evaluar un proyecto normalmente son altos y de carácter fijo, resulta proporcionalmente más caro, existiendo, por tanto, mayores asimetrías de información en el proceso de concesión de fondos. Estas asimetrías informativas condicionan el mayor riesgo percibido por las entidades bancarias prestamistas cuando se dirigen a este tipo de empresas.

Las pequeñas empresas sufren problemas con el acceso y condiciones de su financiación en cada etapa de su desarrollo ya que muchas de las tradicionales formas de financiación empresarial no están disponibles para ellas ya sea por restricciones desde la oferta o por resistencias de la propia empresa. Todo ello condiciona elementos del desarrollo económico de un país tan importantes como son los procesos de creación de nuevas empresas, la capacidad de crecimiento de las empresas de reducida dimensión e incluso la supervivencia empresarial de las mismas.

Como consecuencia de los anteriores argumentos, la primera hipótesis de esta investigación, plantea que las características de los sistemas financieros influyen en las primas de riesgo fijadas por los intermediarios financieros en la financiación crediticia, además de otros factores como el sector de actividad al que pertenece la empresa o el tamaño de la misma.

Asimismo, los patrones de comportamiento empleados por los intermediarios financieros para la evaluación del riesgo de crédito estarán condicionados por las características propias de los sistemas financieros. Por ello, la segunda hipótesis, se basa en la existencia de distintos patrones de comportamiento utilizados por los intermediarios financieros de distintos países en la evaluación del nivel de riesgo y por tanto en la fijación de las primas de riesgo.

Para corroborar estas hipótesis, se utilizan una serie de ratios económico-financieras correspondientes a los países Alemania, Francia, Italia, Reino Unido y España para el periodo 1982-1995, calculados con base en los datos agregados por sectores de actividad y estratos de tamaño de empresa, suministrados por la base de datos del Proyecto B.A.C.H.

La metodología utilizada se basa en la realización de una serie de análisis de covarianza que, para la contrastación de la primera hipótesis, pretenden identificar la influencia significativa de una serie de variables cualitativas como país, sector de actividad y estrato de tamaño sobre la variable dependiente prima de riesgo y en la segunda hipótesis tratan de identificar la influencia, en cada uno de los países analizados, de las ratios económico-financieras características de los dos patrones de comportamiento definidos, sobre la variable dependiente prima de riesgo.

Como primer resultado extraído de los análisis realizados, destaca que el factor país resulta ser una variable significativa en la explicación de las

variaciones de las primas de riesgo. Dada la forma en que se han diseñado los análisis de covarianza realizados, el hecho que el factor país resulte significativo implica que las características propias de los sistemas financieros influyen de forma significativa en los valores de las primas de riesgo. Esto es así porque se ha aislado el efecto temporal mediante la variable cualitativa "Año" y la influencia de las variables macroeconómicas características de cada país a través del tipo de los bonos a 10 años.

En segundo lugar, en cuanto al factor sector de actividad, los resultados de los análisis, concluyen que el sector de actividad no tiene influencia significativa en la explicación de las primas de riesgo. Este resultado no implica necesariamente que las características particulares de cada sector de actividad no influyan en el nivel de riesgo ya que afectarán a las ratios económico-financieras indicadoras del nivel de riesgo, sino que, independientemente del nivel de riesgo, el sector de actividad no tiene influencia significativa sobre las primas de riesgo.

En tercer lugar, el tamaño de la empresa, en sí mismo, no explica las variaciones en las primas de riesgo. Según esto, no se podría afirmar que las entidades financieras por el simple hecho de dirigirse a empresas de una dimensión menor, estimen mayor nivel de riesgo y fijen unas primas de riesgo más elevadas. A la vista de esta conclusión, cabe pensar que la medición del tamaño empresarial utilizada en el estudio puede no ser la más idónea, existiendo otras variables asociadas al tamaño empresarial, como la forma

legal, número de trabajadores, estructura organizativa que son utilizadas en mayor medida por las entidades financieras en la fijación de las primas de riesgo.

En cuanto a la segunda hipótesis, los resultados obtenidos muestran la distinta influencia sobre las primas de riesgo de las ratios indicadoras de nivel de riesgo en los distintos países analizados. Por tanto, se concluye que entidades financieras de distintos países siguen diferentes patrones de comportamiento en la valoración del nivel de riesgo. Podemos destacar, el caso del Reino Unido cuyo análisis revela la influencia significativa ejercida por la rentabilidad económica y la tasa de generación de recursos en las primas de riesgo, lo cual indica el seguimiento del patrón de viabilidad para la valoración del riesgo de operaciones crediticias. En el caso de Alemania y Francia, se puede concluir que siguen un patrón mixto, donde variables pertenecientes a ambos patrones resultan significativas en la explicación de la prima de riesgo, teniendo en el caso de Francia mayor significatividad el patrón de garantías. Y por último, en Italia y España, las primas de riesgo no están afectadas significativamente por el nivel de riesgo estimado a través de las ratios económico-financieras utilizadas. Esto podría ser debido a una falta de traslación del nivel de riesgo que supone la operación crediticia a las condiciones de la misma, es decir, la calidad del riesgo asumido por la entidad prestamista no se discrimina a través de las primas de riesgo, lo que indica cierta estandarización de las condiciones del crédito en estos países.

Además de esta identificación de patrones en cada uno de los países analizados, se han clasificado los países analizados en torno a los valores tomados por la variable prima de riesgo y por las ratios económico-financieras indicadoras del nivel de riesgo en cada uno de ellos, correspondientes al total de la economía y al periodo 1982-1990.

Así, mediante la realización de un análisis cluster, los datos de los distintos países se han clasificado en dos grupos que presentan comportamientos homogéneos entre sí en las primas de riesgo y en las variables indicadoras del nivel de riesgo. El primer grupo de países está compuesto por Francia, Italia y Alemania, países identificados con el modelo de sistema financiero orientado hacia los intermediarios y el segundo grupo lo constituye principalmente el Reino Unido, exponente del modelo de sistema financiero orientado hacia los mercados. El análisis cluster muestra que Francia e Italia presentan primas de riesgo superiores a la media, y detentan valores inferiores a la misma tanto de rentabilidad económica, de tasa de generación de recursos, como de ratio de garantía. Alemania también pertenece a este primer grupo de países y presenta primas de riesgo superiores a la media, ratio de garantía inferior, y ratios de rentabilidad económica y tasa de generación de recursos medios. Este resultado es coherente con el análisis de covarianza realizado para este país ya que la valoración de la ratio de garantía por las entidades crediticias alemanas puede motivar la existencia de unas primas de riesgo más elevadas que la media. El Reino Unido constituye el núcleo principal del segundo grupo de países identificado en el análisis cluster, caracterizado por primas de riesgo

menores que la media, con ratios de garantía, rentabilidad económica y tasa de generación de recursos elevados. En cuanto a España que aparece representado en los dos grupos de países obtenidos, se caracteriza por primas de riesgo medias, ratio de garantía altos, y rentabilidad económica y tasa de generación de recursos medias.

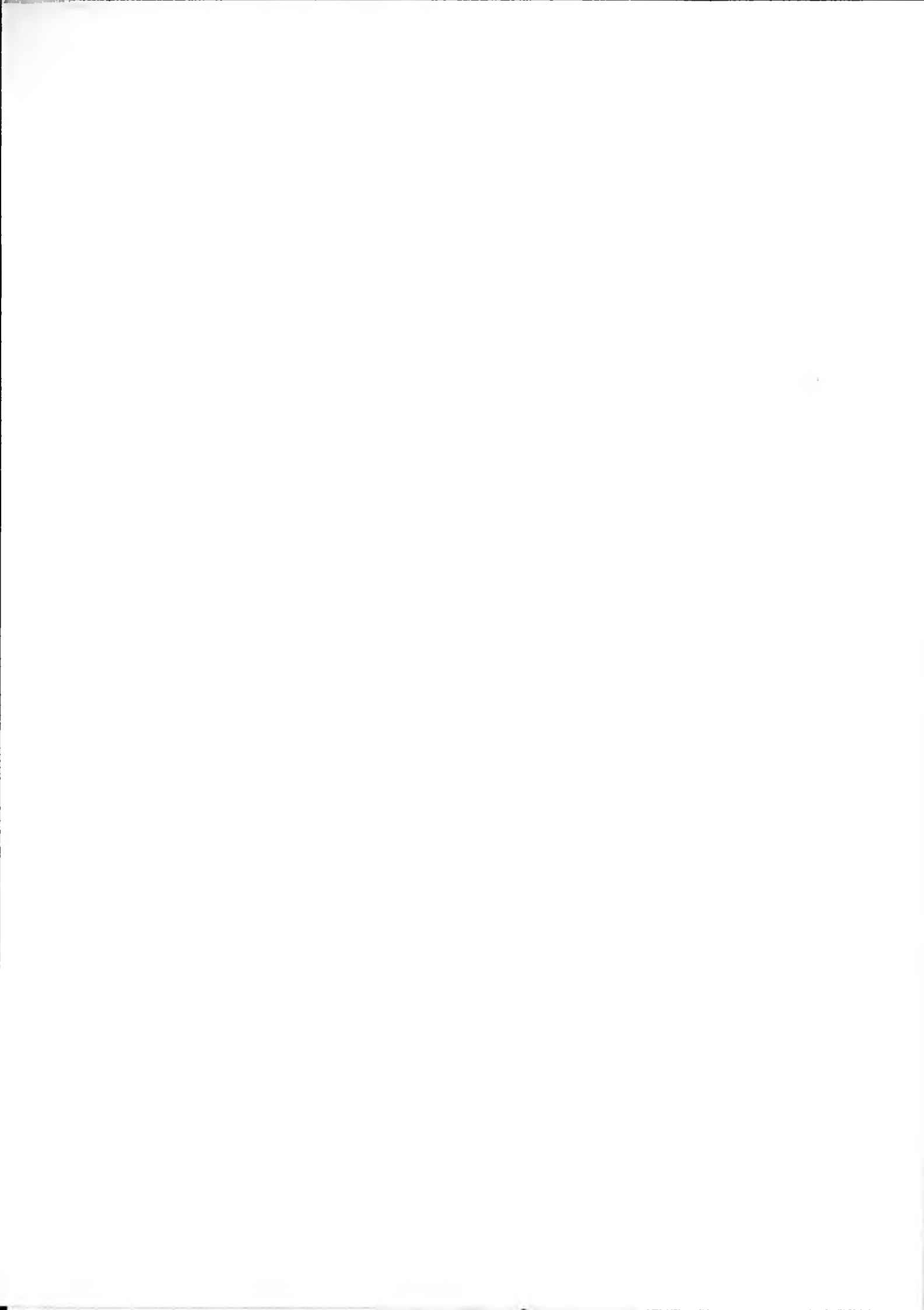
En definitiva, mediante los análisis realizados se ha demostrado que las características propias de los sistemas financieros pueden influir en los valores de las primas de riesgo. En este sentido, cabe destacar que las características del sistema financiero del Reino Unido tienen efecto de signo negativo sobre los valores de las primas de riesgo y que por el contrario, las características del sistema financiero francés generan efectos adicionales de signo positivo en la prima de riesgo. En cuanto a los patrones de comportamiento, se detecta el seguimiento del patrón de viabilidad en el Reino Unido, donde las instituciones crediticias ven facilitada la adopción de este patrón por la existencia de unos mercados de valores eficientes. Y de nuevo, es Francia el país que se identifica más claramente con el patrón de garantías.

No obstante, pese a las conclusiones extraídas sobre el sistema financiero del Reino Unido, donde se han identificado menores primas de riesgo y un seguimiento del patrón de viabilidad en la evaluación del riesgo crediticio, hay que tener en cuenta que las labores que desempeñan los intermediarios financieros en los sistemas financieros donde no existen unos mercados de valores amplios y eficientes y se ha desarrollado una banca de tipo universal y

relacional, son más amplias que las asumidas por intermediarios que mantienen relaciones transaccionales con sus prestatarios. Así la evaluación de activos de difícil valoración, la resolución informal de los conflictos, el mantenimiento relaciones y el apoyo a las estrategias a largo plazo, implican toda una serie de actividades y riesgos adicionales que asumen los intermediarios financieros que realizan un tipo de banca relacional. Un análisis más profundo del tipo de relaciones entre las entidades prestamistas y las empresas en cada país permitiría determinar si las diferencias detectadas en las primas de riesgo son debidas a la asunción de mayores riesgos propia de la banca relacional o simplemente a la falta de eficiencia en el desempeño de las funciones o a un menor grado de competencia en el sector.

Las conclusiones obtenidas llevan a reflexionar sobre la importancia de la estructura y diseño de los sistemas financieros y sobre la responsabilidad que reside en los gobiernos, entidades financieras y empresas de cooperar para diseñar sistemas financieros que desarrollen su función de proveer de fondos a la economía productiva de forma eficiente, por un lado, asignando los recursos a proyectos de inversión rentables, que aporten valor añadido a la economía, en unas condiciones adecuadas para garantizar la supervivencia y desarrollo de las unidades productivas y alentando la creación de nuevos proyectos de inversión que garanticen el desarrollo económico de la nación y por otro lado, garantizando un nivel de solvencia necesario que permita su sólido desarrollo como sistema financiero.

BIBLIOGRAFÍA



ABADIE MUÑOZ, L.M., CAMINOS OTERMIN, I. (1993): 'La Respuesta del Sistema Financiero a las Necesidades de la Empresa'. *Perspectivas del Sistema Financiero*, nº extra 1993, pp. 77-99.

ALLEN, F. (1993): 'Strategic Management and Financial Markets'. *Strategic Management Journal*, vol.14, pp. 11-22.

ALLEN, F. (1994): 'Mercados de Valores y Asignación de Recursos'. En MAYER, C. y VIVES, X. (eds.): *La Intermediación financiera en la Construcción de Europa*.

ALLEN, F., y GALE, D. (1994): 'A Welfare Comparison of German and U.S. Financial Systems'. *Documento de trabajo CEPR-Fundación BBV*.

ALLEN, F. y GALE, D. (1996): 'Universal Banking, Intertemporal Risk Smoothing, and European Financial Integration'. En SAUNDERS, A. y WALTER, I. (eds.): *Universal Banking. Financial System Design Reconsidered*. New York University, 1996, pp. 528-543.

ALTMAN, E.I. (1968): 'Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Failure'. *Journal of Finance*, September, pp. 589-609.

ALTMAN, E.I.; HALDEMAN, R. y NARAYANAN, P. (1977): 'ZETA Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporations'. *Journal of Banking and Finance*, June 1977.

ALTMAN, E.I. (1980): 'Commercial Bank Lending: Process, Credit Scoring and Costs of Errors in Lending'. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, nº 4, vol.15, pp. 813-832.

ALTMAN, E.I. (1981): *Application of Classification Techniques in Business, Banking and Finance*. Jai Press Inc., Greenwich, Connecticut.

ALTMAN, E.I. (1983): *Corporate Financial Distress. A Complete Guide to Predicting, Avoiding, and Dealing with Bankruptcy*, J. Wiley & Sons, New York.

AOKI, M. (1994): 'Monitoring Characteristics of the Main Bank System: an Analytical and Developmental View'. En AOKI, M. y PATRICK, H.: *The Japanese main Bank System*. Oxford University Press Inc., New York.

AOKI, M., PATRICK, H. y SHEARD, P. (1994): 'The Japanese Main Bank System: an Introductory Overview'. En AOKI, M. y PATRICK, H.: *The Japanese main bank system*. Oxford University Press Inc., New York.

ARQUÉS PÉREZ, A. (1997): *La Predicción del Fracaso Empresarial. Aplicación al Riesgo Crediticio Bancario*. Tesis Doctoral. Universidad de Murcia.

ARROW, K. (1964): 'The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk Bearing'. *Review of Economic Studies*, nº 31, pp. 91-96.

AUDRESTS, D.B. y ELTON, J.A. (1997): 'Financing the German Mittelstand'. *Small Business Economics*, vol.9, nº 12, April 1997, pp. 97-110.

AZOFRA, V. et al. (1991): 'Análisis Sectorial del Comportamiento Financiero de la Empresas Públicas y Privadas en España: un Enfoque Multivariante'. *Anales de Estudios Económicos y Empresariales*, Universidad de Valladolid, nº 6, pp. 335-361.

AZOFRA, V. et al. (1996): 'La Asimetría Informativa en los Mercados Financieros: ¿El Hallazgo de un Nexo de Unión?'. *Anales de Estudios Económicos y Empresariales*, Universidad de Valladolid, nº 11, pp. 9-34.

BALL, R. y BROWN, C. (1968): 'An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers'. *Journal of Accounting Research*, Autumn, pp. 159-178.

BANCO DE ESPAÑA. CENTRAL DE BALANCES (1997): Las Comparaciones Internacionales y la Base de Datos B.A.C.H.. *Manual de acompañamiento de la guía del usuario*, CBI/1997/13, Mayo 1997.

BANK OF ENGLAND (1984): 'Business Finance in United Kingdom and Germany'. *Bank of England Quarterly Bulletin*, 24, pp. 368-375.

BANK OF ENGLAND (1993): 'Bank Lending to Small Business'. *Bank of England Quarterly Bulletin*, 33, pp.116-120.

BAUMS, T. (1996): 'Universal Banks and Investment Companies in Germany'. En SAUNDERS, A. y WALTER, I. (eds.): *Universal Banking. Financial System Design Reconsidered*. New York University, 1996, pp. 124-160.

BEAVER, W.H. (1966): 'Financial Ratios as Predictors of Failure'. *Journal of Accounting Research*, Supplement 1966, pp. 71-110.

BALTENSPERGER, E. y DERMINE, J. (1987): 'Banking Deregulation in Europe'. *Economic Policy*, 4, pp. 63-109.

BENCIVENGA, V.R. y SMITH, B.D. (1991): 'Financial Intermediation and Endogenous Growth'. *Review of Economic Studies*, nº 58, pp.195-209.

BENNETT, P. (1996): 'Information Asymmetries, Speed, and Risk Concentrations'. En SAUNDERS, A. y WALTER, I. (eds.): *Universal Banking. Financial System Design Reconsidered*. New York University, 1996, pp. 661-670.

BENSTON, G. y SMITH, C. (1976): 'A Transactions Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation'. *Journal of Finance*, vol.31, pp. 215-231.

BERCOVITCH, E. y GREENBAUM, S. I.(1990): 'The Loan Commitment as an Optimal Financing Contract'. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.26, pp. 83-95.

BERGER, A.N. y UDELL, G.F. (1990): 'Collateral, Loan Quality, and Bank Risk'. *Journal of Monetary Economics*, 25, pp. 21-42, North-Holland.

BERGER, A.N. y UDELL, G.F. (1992): 'Some Evidence on the Empirical Significance of Credit Rationing'. *Journal of Political Economy*, vol. 100, nº 5, pp. 1047-1077.

BERGER, A.N. y UDELL, G.F. (1995): 'Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance', *Journal of Business*, vol. 68, nº 3, pp. 351-381.

BERGER, N. y UDELL, G.F. (1996): 'Universal Banking and the Future of Small Business Lending'. En SAUNDERS, A. y WALTER, I. (eds.): *Universal Banking. Financial System Design Reconsidered*. New York University, 1996, pp. 558-627.

BERGES, A. et al. (1985): 'Decisiones de Inversión y Decisiones de Financiación en la Empresa Industrial Española', *Investigaciones Económicas*, vol. 26, pp. 5-19.

BERGES, A. et al. (1993): 'La Empresa Bancaria y la Moderna Teoría Financiera'. *Perspectivas del Sistema Financiero*, nº 42, pp. 11-23.

BERGLÖF, E. (1990): 'Capital Structure as a Mechanism of Control: A Comparison of Financial Systems'. En AOKI, M.; GUSTAFSSON, B. y WILLIAMSON, O.E.(eds): *The Firm as a Nexus of Treaties*. Sage Publications, London.

BERLIN, M. y LOEYS, J. (1988): 'Bond Covenants and Delegated Monitoring'. *Journal of Finance*, nº 43, pp. 397-412.

BERNANKE, B.S. y GERTLER, M. (1989): 'Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations'. *American Economic Review*, vol. 79, nº. 1, pp. 14-31.

BERRY, R. et al. (1991): 'Corporate Appraisal by Banks'. *Management Accounting*, Nov. 1991, pp. 29-32.

BERTERO, E. (1994): 'The Banking System, Financial Markets and Capital Structure: some new Evidence from France'. *Oxford Review of Economic Policy*, vol.10, nº 4, pp. 68-78.

BESANKO, D. y THAKOR, A.V. (1987): 'Competitive Equilibrium in the Credit Market under Asymmetric Information'. *Journal of Economic Theory*, 42, pp. 167-182.

BESANKO, D. y THAKOR, A.V. (1993): 'Relationship Banking, Deposit Insurance and Bank Portfolio Choice'. En MAYER, C. y VIVES, X. (eds.): *Capital Markets and Financial Intermediation*. Cambridge University Press, Cambridge, pp.292-318.

BEST, R. y ZHANG, H.Z. (1993): 'Alternative Information Sources and the Information Content of Bank Loans'. *The Journal of Finance*, vol. 48, nº. 4, Septiembre 1993, pp. 1507-1522.

BESTER, H. (1985): 'Screening versus Rationing in Credit Markets with Imperfect Information'. *American Economic Review*, vol. 75, nº 4, pp.850-855.

BHATTACHARYA, S. y THAKOR A. (1993): 'Contemporary Banking Theory', *Journal of financial intermediation*, vol.3, pp. 2-50.

BINKS, M.R. et al. (1991): 'The Relationship between UK Banks and their small Business Customers'. *Small Business Economics*, vol.9, nº12, April 1997, pp.167-178.

BINKS, M.R. y ENNEW, C.T. (1996): 'Growing Firms and the Credit Constraint'. *Small Business Economics*, vol.8, pp.17-25.

BISIGNANO, J. (1992): 'Banking in the European Economic Community: Structure, Competition, and Public Policy'. En KAUFMAN, G.G. (eds): *Banking Structures in Major Countries*. Kluwer Academic Publishers, pp. 155-244.

BLINDER, A. y STIGLITZ (1983): 'Money, Credit Constraints, and the Economic Activity'. *American Economic Review Proceedings*, vol. 73 (2), mayo 1983, pp. 297-302.

BOOT, A.W.A.; THAKOR, A. y UDELL, G. (1987): 'Competition, Risk neutrality and Loan Commitments'. *Journal of Banking and Finance*, vol.11, pp.449-471.

BOOT, A.W.A.; THAKOR, A. y UDELL, G. (1991): 'Credible Commitments, Contract Enforcement Problems and Banks: *Intermediation as Credibility Assurance*. *Journal of Banking and Finance*, vol.15, nº 3, pp.605-632.

BOOT, A.W.A. y GREENBAUM, S.I. (1993): 'Bank Regulation, Reputation and Rents: Theory and Policy Implications'. En MAYER, C. y VIVES, X. (eds.): *Capital Markets and Financial Intermediation*. Cambridge University Press. Cambridge, pp.303-331.

BOOT, A.W.A. y THAKOR, A.V. (1994): 'Moral Hazard and Secured Lending in a Infinitely Repeated Credit Market Game', *International Economic Review*, vol 35, pp.899-920.

BOOT, A.W.A. y THAKOR, A.V. (1996): 'Banking Structure and Financial Innovation'. En SAUNDERS, A. y WALTER, I. (eds.): *Universal Banking. Financial System Design Reconsidered*. New York University, 1996, pp.420-430.

BOOTH, J.R. (1992): 'Contract Cost, Bank Loans, and the Cross-Monitoring Hypothesis'. *Journal of Financial Economics*, 31, pp. 25-41, North-Holland.

BORIO, C.E.V. (1990): 'Leverage and Financing of Non-Financial Companies; An International Perspective'. *Economic Papers* 27, Bank for International Settlements.

BOWMAN, R. G. (1979): 'The Theoretical Relationship between Systematic Risk and Financial (accounting) Variables'. *Journal of Finance*, June, pp.617-630.

BOYD, J.H. y PRESCOTT, E.C. (1986): 'Financial Intermediary Coalitions'. *Journal of Economic Theory*, vol.38, pp.211-232.

BRADLEY, M.; JARREL, G.A. y KIM, E.H. (1984): 'On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence'. *Journal of Finance*, vol. 39, pp. 857-880.

CALVO-FLORES, A. y GARCÍA DE LEMA, D. (1997): *Predicción de la Insolvencia Empresarial*. Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, Madrid.

CAMPBELL, T.S. (1979): 'Optimal Investment Financing Decisions and the Value of Confidentiality'. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.14, pp.913-924.

CAMPBELL, T.S. y KRACAW, W. (1980): 'Information Production, Market Signalling and the Theory of Financial Intermediation'. *Journal of Finance*, vol.35, pp. 863-882.

CANALS, J. (1996): *Bancos Universales y Diversificación Empresarial*. Alianza Económica.

CHAN, Y. S. (1983): 'On the Positive Role of Financial Intermediation in Allocation of Venture Capital in a Market with Imperfect Information', *Journal of Finance*, vol.38, pp. 1543-1568.

CHAN, Y.S. y KANATAS, G. (1985): 'Asymmetric Valuations and the Role of Collateral in Loan Commitments'. *Journal Money, Credit and Banking*, vol. 17, febrero 1985, pp. 84-95.

CHAN, Y.S. y THAKOR, A. (1987): 'Collateral and Competitive Equilibria with Moral Hazard and Private Information'. *The Journal of Finance*, vol. 42 (2), junio 1987, pp.345-363.

CHANDLER, G.G. y COFFMAN, J.Y. (1977): *Using Credit Scoring to Improve the Quality of Consumer Receivables: Legal and Statistical Implications*, presented at the Financial Management Association Meetings, Seattle, Wash.

COHEN, K.J., GILMORE, T.G. y SINGER, F.A. (1966): 'Bank procedures for analyzing business loan applications'. En HAMMER, F.F. y COHEN, K.J. (eds.): *Analytical methods in Banking*. Irwin, Homewood, pp.281-351.

CORBETT, J. (1987): 'International Perspectives on Financing: Evidence from Japan'. *Oxford Review of Economic Policy*, vol.3, nº 4, pp. 30-55.

CORBETT, J. (1990): 'Policy Issues in the Design of Banking and Financial Systems for Industrial Finance'. *European Economy* nº 43, Marzo 1990, pp. 207-215.

CORBETT, J. y JENKINSON, T.J. (1994): 'The Financing of Industry, 1970-89: An International Comparison'. *CEPR Discussion Paper*, nº 948.

COWLING, M. y CLAY, N. (1995): 'Factors Influencing Take-Up Rates on Loan Guarantee Scheme'. *Small Business Economics*, 7, pp.141-152.

CRENSHAW, A. (1989): 'The Role of Deposits in Loan Pricing'. *Journal of Commercial Bank Lending*, vol.71, nº 10, pp. 21-27.

CRESSY, R. y OLOFSSON, Ch. (1997): 'European SME Financing: An Overview'. *Small Business Economics*, vol. 9, nº 2, pp. 87-96.

DANOS, P.; HOLT, D.L. et al. (1989): 'The Use of Accounting Information in Bank Lending Decision'. *Accounting, Organizations and Society*, vol.14, nº 3, pp. 235-246.

DAMBOLENA, I. y KHOURY, S. (1980): 'Ratio Stability and Corporate Failure'. *Journal of Finance*, September, pp. 1017-1026.

DAVIS, E.P. (1994): 'Banking, Corporate Finance and Monetary Policy: An Empirical Perspective'. *Oxford Review of Economics*, vol.10, nº 4, pp. 49-67.

DERMINE, J. (1990): *European Banking in the 1990s*. Basil Blackwell, Oxford.

DESHONS, M. y FREIXAS, X. (1987): 'Le Rôle de la Garantie dans les Contrats de Prêt Bancaire', *Finance*, vol. 8, nº 1.

DEVERAUX, M. y SCHIANTARELLY, F. (1990): 'Investment, Financial Factors and Cash Flows: Evidence from U.K. Panel Data'. pp.279-307. En Hubbard, R.G.: *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*. The University of Chicago Press.

DIAMOND, D.W. y DYBVIK, P. (1983): 'Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity'. *Journal of Political Economy*, vol.91, pp. 401-419.

DIAMOND, D.W. (1984): 'Financial Intermediation and Delegated Monitoring'. *Review of Economic Studies*, vol.51, pp. 393-414.

DIAMOND, D.W. (1991): 'Monitoring and Reputation: The Choice Between Bank Loans and Directly Placed Debt'. *Journal of Political Economy*, 99, nº 4, pp. 689-721.

DIAMOND, D.W. (1993): 'Seniority and Maturity of Debt Contracts'. *Journal of Financial Economics*, vol. 33, pp. 341-368

DIETRICH, J.R., KAPLAN, R.S. (1982): 'Empirical Analysis of the Commercial loan Classification Decision'. *The Accounting Review*, nº 57, pp. 18-38

EDWARDS, J. y FISHER, K. (1994): *Banks, Finance and Investment in Germany*, Cambridge University Press, Cambridge.

EGELN-HORNLE, J. y LICHT, G. (1997): 'Firm Foundations and the Role of Financial Constraints'. *Small Business Economics*, vol.9, nº 12, April 1997, pp. 137-150.

EISENBEIS, R.A. (1989): 'The Impact of Securitisation and Internationalisation on Market Imperfections'. En E.P.M. GARDENER (eds.) : *The Future of Financial Systems and Services*. London, Macmillan, 1989.

ENSINGER, C.F. (1991): 'Asking Strategic Questions about your Borrower's Business. Part I: Identify Industry Issues'. *Journal of Commercial Bank Lending*, vol.74, nº 1, pp. 38-46.

ESTRADA, A., y VALLÉS, J. (1995): 'Inversión y costes financieros : Evidencia en España con datos de panel'. *Documento de trabajo*.

EUROPEAN COMMITTEE OF CENTRAL BALANCE SHEET OFFICES (1993): *Guide for Bach Data Users*, May 1993.

EUROPEAN COMMITTEE OF CENTRAL BALANCE SHEET OFFICES (1996): *Guide for Bach Data Users*, October 1996.

FAMA, E. (1985): 'What's Different about Banks?'. *Journal of Monetary Economics*, vol. 15, pp. 29-39.

FARIÑAS, J.C. et al. (1992): *La PYME Industrial en España*. Ed. Civitas.

- FAZZARI, S. R. y ATHEY, M. (1987): 'Asymmetric Information, Financing Constraints, and Investment'. *The Review of Economic and Statistics*, pp. 481-487.
- FAZZARI, S.; HUBBARD, R. y PETERSEN, B. (1988): 'Financial Constraints and Corporate Investment'. *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, pp. 141-195.
- FERNÁNDEZ ALVAREZ, A.I. (1986): 'La Gestión de la Cartera de Créditos en una Entidad Financiera'. *Investigaciones Económicas (Segunda Epoca)*. Suplemento, pp. 247-258.
- FERNÁNDEZ ALVAREZ, A.I. (de.) (1989): *La Banca Española de los Noventa*. Colegio de Economistas de Madrid, Economistas Libros, Madrid.
- FERNÁNDEZ ALVAREZ, A.I. (1989): 'Fundamentos Teóricos de la Financiación Empresarial'. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, nº 60, pp. 719-731.
- FERNÁNDEZ ALVAREZ, A.I. (1995): 'La Empresa no Financiera y el Sistema Financiero'. *Ponencia presentada al V Congreso Nacional de Economía*. Las Palmas de Gran Canaria.
- FRANKEL, A.B. y MONTGOMERY, J.D. (1991): 'Financial Structure: An International Perspective'. *Brookings Papers on Economic Activity*, vol.1, pp. 257-310.
- FRANKS, J. R. y MAYER C.P. (1990): 'Capital Markets and Corporate Control: A Study of France, Germany and the U.K.'. *Economic Policy*, vol.11, pp. 191-231.
- FREIXAS, X. (1991): 'Equilibrio y Racionamiento en el Mercado del Crédito'. *Cuadernos Económicos del I.C.E.*, nº 49, 1991/3, pp. 223-235.
- GABÁS TRIGO, F. (1990): *Técnicas actuales de Análisis Contable*. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Madrid.
- GALE, D. (1994): 'Capacidad Informativa y Colapso Financiero'. En MAYER, C. y VIVES, X. (eds.): *La Intermediación financiera en la Construcción de Europa*.

GARCÍA-COBOS, J. (1995): 'Crecimiento de Empresas y Mercado de Crédito'. X *Jornadas de Economía Industrial*, pp. 203-207.

GARCÍA PÉREZ DE LEMA et al. (1995): 'Un Modelo Discriminante para Evaluar el Riesgo Bancario en los Créditos a Empresas'. *Revista española de Financiación y Contabilidad*, vol.24, nº 82, enero-marzo, pp.175-200.

GASS, A.D. (1988): 'Traslating Profit Goals into Loan Pricing Targets'. *Commercial Lending Review*, vol.3, nº 1, pp. 43-55.

GENTRY, J.; NEWBOLD, P. y WHITFORD, D. (1988): 'Classifying Bankrupt Firms with Funds Flow Components'. *Journal of Accounting Research*, Spring, pp. 146-159.

GONZÁLEZ MÉNDEZ, V.M. (1996): *El Papel de los Intermediarios Financieros en la Evaluación y Supervisión de la Empresa*. Tesis doctoral. Universidad de Oviedo.

GRANDE, I. y ABASCAL, E. (1989): *Métodos Multivariantes para la Investigación Comercial*. Editorial Ariel.

GRANDE ESTEBAN, I. (1993): 'La Oferta de Fondos de las Entidades Financieras en la CAPV'. *Perspectivas del Sistema Financiero*, nº extra 1993, pp. 59-71.

GREENBAUM, S.; KANATAS, G. y VENEZIA, Y. (1989): 'Equilibrium Loan Pricing Under the Bank-Client Relationship'. *Journal of Banking and finance*, vol. 13, pp. 221-235.

GUAL, J. y VIVES, X. (1992): *Ensayos sobre el Sector Bancario Español*. FEDEA, Fundación de Estudios sobre economía aplicada.

GURLEY, J. y SHAW, E. (1955): 'Financial Aspects of Economic Development'. *American Economic Review*, vol.45, pp. 515-538.

HALE, R.H. (1990): *Cómo analizar la Concesión de Créditos y valorar Empresas*. Ediciones Deusto, Bilbao.

HANNAN, T.H. (1991): 'Bank Commercial Loan Markets and the Role of Market Structure: Evidence from Survey of Commercial Lending'. *Journal of Banking and Finance*, nº 15, pp. 133-149.

HARRIS, M. y RAVIV, A. (1992): *The Design of Bankruptcy Procedures*. C.R.S.P. Working Paper, University of Chicago.

HAUBRICH, J.G. (1989): 'Financial Intermediation: Delegated Monitoring and Long Term Relationships'. *Journal of Banking and Finance*, nº 13, pp. 9-20.

HEGGESTAD, A.A. (1977): 'Market Structure, Risk and Profitability in Commercial Banking'. *Journal of Finance*, vol. 32, nº 4, pp. 1207-1216.

HELLWIG, M. (1989): 'Asymmetric Information, Financial Markets and Financial Institutions'. *European Economic Review*, vol.33, pp. 277-285.

HELLWIG, M. (1991): 'Banking, Financial Intermediation and Corporate Finance'. En GIOVANNINI, A. y MAYER, C., *European Financial Integration*, Cambridge University Place.

HELLWIG, M. (1991): 'Banking, Financial Intermediation and Corporate Finance'. En GIOVANNINI, A. y MAYER, C. (eds.): *European Financial Integration*. Cambridge University Press. Cambridge.

HOLDER, M. (1984): *Le Score de l'Interprise*. Nouvelles Editions Fiduciaires, Paris.

HOLLAND, J. (1994): 'Bank Lending Relationships and the Complex Nature of Bank-Corporate Relations'. *Journal of Business Finance & Accounting*, 21(3), April 1994, pp. 367-393.

HOSHI, T. et al. (1991): 'Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups'. *Journal of Economics*, 106, pp.33-60.

HOUSTON, J. y JAMES, C. (1996): 'Bank Information Monopolies and the Mix of Private and Public Debt Claims', *Journal of Finance*, vol. 51, nº 5, diciembre 1996, pp.1863-1889.

- HSIA, D.C. (1978): 'Credit Scoring and the Equal Credit Opportunity Act'. *Hastings Law Journal* 30, pp.371-443.
- IKEI (1992): 'El Sistema Financiero y las Empresas'. *Papeles de Economía Española. Suplemento Sistema Financiero*, nº extra 1992, pp. 123-135.
- ILLUECA, M. y PASTOR, J.M. (1996): 'Análisis Económico Financiero de las Empresas Españolas por Tamaños'. *Economía Industrial*, nº 310,1996/ IV, pp. 41-53.
- INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS (1980): 'Reforma del Sistema Financiero: Informe Wilson e Informe Mayoux'. *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, 1980 nº 4.
- INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS (1983): 'Informe Wilson. La Financiación de las Pequeñas Empresas'. *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, 1983, nº 2.
- JAFFEE, D.M. y RUSSELL, T. (1976): 'Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing'. *Quarterly Journal of Economics*, vol. 90, pp. 651-666.
- JAMES, C. (1987): 'Some Evidence on the Uniqueness of the Bank Loans: A Comparison of Bank Borrowing, Private Placements and Public Debt'. *Journal of Financial Economics*, vol. 19, pp.217-235.
- JENKINSON, T. y MAYER, C. (1992): 'The Assesment: Corporate Governance and Corporate Control'. *Oxford Review of Economic Policy*, vol.8, nº3, pp. 1-9.
- JOVANOVIĆ, B. (1982): 'Selection and the Evolution of Industry'. *Econometrika*, 50 (3), May, pp.649-670.
- KANE, E. y MALKIEL, B. (1965): 'Bank Portfolio Allocation, Deposit Variability and the Availability Doctrine'. *Quarterly Journal of Economics*, vol. 79, pp. 113-134.
- KANE, E.J. y BUSER, S.A. (1979): 'Portfolio Diversification at Commercial Banks'. *Journal of Finance*, vol.34, pp.19-34.

KEASEY, K. y MCGUINNESS, P. (1990): 'Small New Firms and the Return to Alternative Sources of Finance'. *Small Business Economics*, vol. 2, pp. 213-222.

KEASEY, K. y WATSON, R. (1994): 'The Bank Financing of Small Firms in UK : Issues and Evidences'. *Small Business Economics*, nº 6, pp. 349-362.

KING, R.G. y LEVINE, R. (1994): 'Intermediación financiera y desarrollo económico'. En MAYER, C. y VIVES, X. (eds.): *La Intermediación financiera en la Construcción de Europa*.

KING, R.G. y LEVINE, R. (1994): 'Intermediación Financiera y Desarrollo Económico'. en *La Intermediación Financiera en la Construcción de Europa*, de MAYER, C. y VIVES, X.

KLEIN, M.A. (1973): 'The Economics of Security Divisibility and Financial Intermediation'. *Journal of Finance*, vol.28, pp.923-931.

LAFFARGA J.; MARTÍN, J. y VÁZQUEZ, J. (1985): 'El Análisis de la Solvencia en Las Instituciones Bancarias: Propuesta de una Metodología y Aplicaciones a la Banca Española'. , *ESIC MARKET*, nº 48, pp. 51-73.

LAFFARGA J.; MARTÍN, J. y VÁZQUEZ, J. (1986): 'El Pronóstico a largo plazo del fracaso en las Instituciones Bancarias: Metodología y Aplicaciones al Caso Español'. , *ESIC MARKET*, nº 54, pp. 113-167.

LAFFARGA J.; MARTÍN, J. y VÁZQUEZ, J. (1987): 'Predicción de la Crisis Bancaria Española: la Comparación entre el Análisis Logit y el Análisis Discriminante'. *Cuadernos de Investigación Contable*, vol. 1, nº 1, otoño, pp. 103-110.

LARGAY, J.A. y STICKNEY, C.P. (1980): 'Cash Flow, Ratio Analysis and the W.T. Grant Company Bankruptcy'. *Financial Analysts Journal*, July-August, pp.51-54.

LEBART, L.; MORINEAU, A. y PIRON, M. (1995): *Statistique Exploratoire Multidimensionnelle*. Dunod, París, 1995.

LELAND, H.E. y PYLE, D.H. (1977): 'Informational Asimmetries, Financial Structure and Financial Intermediation'. *Journal of Finance*, vol.32, pp.371-387.

LEVRATTO, N. (1996): 'Small Firms Finance in France'. *Small Business Economics*, vol. 8, pp. 279-295.

LIBBY, R. (1975): 'Accounting Ratios and the Prediction of Failure: Some Behavioral Evidence'. *Journal of Accounting Research*, December 1975.

LISO, J.M.; BALAGUER, T. y SOLER, M. (1996): 'El Sector Bancario Europeo: Panorama y Tendencias'. *Servicio de Estudios de la Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona*, nº 6.

LIZARRAGA DALL, F. (1996): *Modelos Multivariantes de Previsión del Fracaso Empresarial: Una Aplicación a la Realidad de la Información Contable Española*. Tesis Doctoral, Pamplona.

LLEWELLYN, D.T. (1992): 'The British Financial System'. En Kaufman, G.G. (eds): *Banking Structures in Major Countries*. Kluwer Academic Publishers, pp. 429-469.

LLEWELLYN, D.T. (1996): 'Universal Banking and the Public Interest: A British Perspective'. En SAUNDERS, A. y WALTER, I. (eds.): *Universal Banking. Financial System Design Reconsidered*. New York University, 1996, pp. 161-204.

LOOMIS, F.A. (1991): 'Performance-Based Loan Pricing Techniques'. *Journal of Commercial Bank Lending*, vol.74, nº 2, pp. 7-17.

MACHADO, A. (1996): 'Estudio de la eficiencia de las Sociedades de Garantía Recíproca Españolas'. *Economía Industrial*, nº 310, 1996/ IV, pp. 67-77.

MAROTO, J.A. (1993): 'La Financiación Empresarial y el Sistema Financiero'. *Economía Industrial*, nº 293, pp. 77-88.

MARTÍ PELLÓN, J. (1995): 'Capital Riesgo: Una denominación equívoca'. *III Foro de Finanzas*. Universidad de Deusto 1995, pp. 323-341.

MARTÍ PELLÓN, J. (1997): 'La Inversión en Capital Riesgo en España: Evoluciones y tendencias'. *Iniciativa Emprendedora*, nº 5, julio/agosto 1997, pp. 18-25.

MATO, G. (1990): 'Estructura Financiera y Actividad Real de las Empresas Industriales', *Economía Industrial*, marzo-abril.

MAYER, C. (1987): 'The assesment: financial systems and corporate investment'. *Oxford Review of Economic Policy*, vol.3, nº 4, pp. i-xvi.

MAYER, C. (1988): 'New Issues in Corporate Finance'. *European Economic Review*, vol. 32, pp.1167-1189.

MAYER, C. (1990): 'Financial Systems, Corporate Finance and Economic Development'. En Hubbard, G. : *Asimetric Information, Corporate Finance and Investment*. University of Chicago Press, pp. 307-332.

MAYER, C. y ALEXANDER, I. (1990): 'Banks and Securities Markets: Corporate Financing in Germany and the UK. *Discussion Paper* nº 433, June 1990. CEPR, London.

MENÉNDEZ, S. (1994): 'Racionamiento del Crédito como consecuencia de la Asimetría de Información y los Conflictos de Agencia'. *Información Comercial Española, Tribuna de Economía*, nº 735, noviembre 1994, pp. 140-154.

MENSAH, Y. (1983): 'The Differential Bankruptcy Predictive Ability of Specific Price Level Adjustments: Some Empirical Evidence'. *The Accounting Review*. April, pp. 228-246.

MILGROM, P. y ROBERTS, J. (1982): 'Predation, Reputation and Entry Deterrence'. *Journal of Economy Theory*, vol. 27, pp.280-312.

MODIGLIANI, F. y MILLER M.H. (1958): 'The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment'. *American Economic Review*, vol.48, pp.261-297.

NAKAMURA, L. (1993): 'Recent Research in Commercial Banking: Information and Lending'. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, vol. 2, nº 5.

- NELSON, R.R. (1991): 'Why do Firms differ, and how does it matter?' *Strategic Management Journal*, vol. 12, pp. 61-74.
- OCAÑA, C.; SALAS, V. y VALLES, J. (1994): 'Un Análisis Empírico de la Financiación de la Pequeña y Mediana Empresa Manufacturera Española: 1983-1989'. *Moneda y Crédito*, nº 199, pp.57-96.
- OCHOA, J.L. (1993): 'Una Revisión de la Relación entre la Banca y la Industria en España'. *Economía Industrial*, nº 293.
- OCHOA, J.L. (1997): *Las participaciones de entidades de depósito en la propiedad de las empresas no financieras. Sus efectos sobre las empresas participadas. Un análisis empírico en España (1991-1995)*. Tesis doctoral. Facultad de CC.EE. y Empresariales (ESTE). Universidad de Deusto.
- ORGLER, Y.E. (1970): 'A Credit Scoring Model for Commercial Loans'. *Journal of Money, Credit and Banking*. November 1970.
- PADILLA, A. J. y PAGANO, M. (1994): 'Endogenous Communication among Lenders and Entrepreneurial Incentives'. *CEPR - Fundación BBV Conference*, April 1994, San Sebastián.
- PEEK, J. y ROSENGREN, E. (1996): 'Small Business Credit Availability: How Important Is Size of Lender'. En SAUNDERS, A. y WALTER, I. (eds.): *Universal Banking. Financial System Design Reconsidered*. New York University, 1996, pp. 628-655.
- PETERSEN, M. y RAJAN, R. (1994): 'The Benefits of Lending Relationship: Evidence from Small Business Data'. *Journal of Finance*, vol. 49, nº 1, pp.3-37.
- PIESSE, J. et al. (1995): *British Financial Markets and Institutions. An International Perspective*. Prentice Hall, 1995.
- POZDENA, R. (1987): 'Commerce & Banking: The German Case'. *Weekly Letter (Federal Reserve Bank of San Francisco: San Francisco)*, 18 Diciembre 1987

PORTER, M.E. (1990): *The Competitive Advantage of the Nations*. Macmillan, London.

PORTER, M.E. (1992): 'Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System'. *Harvard Business Review*. September-October, 1992; pp. 65-82.

PROWSE, S. D. (1990): 'Institutional Investment Patterns And Corporate Financial Behavior In The United States And Japan'. *Journal of Financial Economics* 27, pp. 43-66.

QUESADA, J. (1993): 'Cambios en el Sistema Financiero Español y Relaciones Banca-Industria'. *Economía Industrial*, nº 293, pp.103-116.

RAJAN, R.G. (1992): 'Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt'. *Journal of Finance*, vol.47, pp.1367-1400.

RAJAN, R.G. y ZINGALES, L. (1995): 'What Do we Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data'. *Journal of Finance*, vol.50, nº 5, pp.1421-1460.

RAMAKRISHNAN, R.T.S. y THAKOR, A. V. (1984): 'Information Reliability and the Theory of Financial Intermediation'. *Review of Economic Studies*, vol.51, pp. 415-432.

RIVERA, O. (1992): 'La situación económico-financiera de la industria vasca. Evolución y análisis comparativo'. *Documento de trabajo de la Universidad de Deusto*.

RIVERA, O. et al. (1994): 'La Situación Económico-Financiera de la Empresa Española frente a la Comunitaria'. *Economía Industrial*, nº 293, pp. 59-76.

RODRIGUEZ-VILARIÑO, M.L. (1994): 'Utilidad de Análisis de Ratios para la Predicción de la Insolvencia Empresarial'. *Actualidad financiera*, nº 34.

RUMELT, R.P. (1991): 'How much industry matter?'. *Strategic Management Journal*, vol.12, pp. 167-185.

RUTHERFORD, J. (1988): 'An International Perspective on the Capital Structure Puzzle'. En Stern, J. y Chew, D. (eds): *New Developments in International Finance*. New York

RYBCYNSKY, T.M. (1988): 'Financial Systems and Industrial Restructuring'. *Quarterly Review of the National Westminster Bank*, pp. 3-13.

SALAS, V. et al. (1993): 'Un Análisis Empírico de la Financiación de la Pequeña y Mediana Empresa Española'. *Documento de trabajo*.

SALAS, V. (1994): 'Economía y Financiación de la Empresa Española según su Tamaño'. *Situación 1994* 2, pp.197-212.

SAÉZ, F. (1994): 'Relación entre Cuotas de Mercado y Tipos de Interés en el Sistema Bancario Español'. *Boletín Económico del Banco de España*, Noviembre de 1994, pp. 29-36.

SHARPE, S. (1990): 'Asymmetric Information, Bank Lending and Implicit Contrats: A Stylized Model of Customer Relationships'. *Journal of Finance*, nº 45, pp.1069-1087.

SHLEIFER, A. y SUMMERS, L. (1988): 'Breach of Trust in Hostile Takeovers'. En Auerbach, A. (de): *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*. Chicago: University of Chicago Press, pp. 33-56.

SCHMIDT, R.H. y TYRELL, M. (1997): 'Financial Systems, Corporate Finance and Corporate Governance'. *European Financial Management*, vol.3, nº 3, pp. 333-361.

SMITH, C. y WARNER, J. (1979): 'On Financial Contracting: an Analysis of bond Covenants'. *Journal of Financial Economics*, 7, pp.117-161.

STANWORTH, y J., GRAY, C. (1991): *Bolton 20 Years on: the Small Firm in the 1990's: An Economic Survey 1971-1991*. Ed. Paul Chapman P. Ltd.

STEINHERR, A. y HUVENEERS, Ch. (1994): 'On the Performance of Differently Regulated Financial Institutions: Some Empirical Evidence'. *Journal of Banking and Finance* 18 (1994), pp. 271-306.

STEINHERR, A. (1996): 'Performance of Universal Banks: Historical Review and Appraisal'. En SAUNDERS, A. y WALTER, I. (eds.): *Universal Banking. Financial System Design Reconsidered*. New York University, 1996.

STIGLITZ, J.E. y WEISS, A. (1981): 'Credit Rationing in Markets with Imperfect Information'. *American Economic Review*, vol.71, pp. 393-410.

STIGLITZ, J.E. y WEISS, A. (1983): 'Incentive Effects of Terminations: Applications to Credit and Labor Markets'. *American Economic Review*, vol. 73, pp. 912-927.

STIGLITZ, J.E. y WEISS, A. (1985): 'Credit Markets and the Control of Capital'. *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 17, nº 2, pp. 133-152.

STONEHILL, A. et al. (1975): 'Financial Goals and Debt Ratio Determinants: A Survey of Practice in Five Countries'. *Financial Management* 4, pp. 27-41.

STOREY, D.J. (1993): 'State of Small Business and Entrepreneurship in atlantic Canada. First annual report on small business'. *Small business economics*, vol.5, nº 1, pp.77.

STOREY, D.J. (1994): 'New Firm Growth and Bank Financing', *Small Business Economics*, vol. 6, pp. 139-150

SUSSMAN, O. (1994): 'Investment and Banking: Some International Comparisons'. *Oxford Review of Economic Policy*, vol.10, nº 4.

TUA PEREDA, J. (1983): 'Derecho mercantil europeo y ajustes por inflación'. *Ponencia del II Congreso de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de empresas*, septiembre 1983.

URIEL, E. (1995): *Análisis de Datos. Series Temporales y Análisis Multivariante*. Editorial AC, Madrid, 1995.

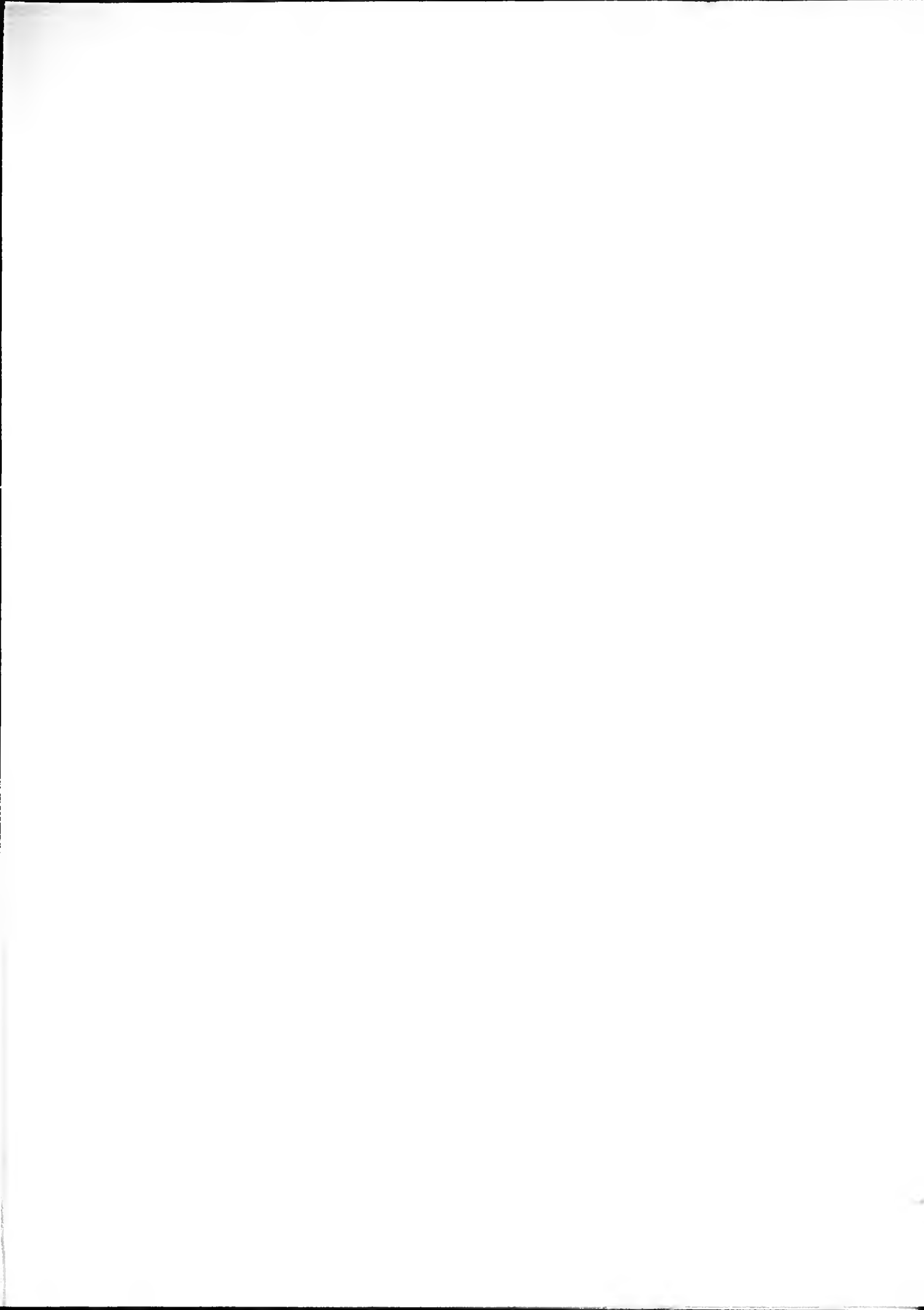
VITTAS, D. (1986): 'Banks' Relations with Industry: An International Survey'. *Quaterly Review of the National Westminster Bank*, pp. 2-14.

VON THADDEEN, E.L. (1990): 'Bank Finance and Long Term Investment'. *WWZ Discussion Paper n° 9010*, University of Basel.

WALKER, D. A. (1989): 'Financing the Small Firm', *Small Business Economics*, vol. 1, pp. 285-296.

WILLIAMSON, S. D. (1986): 'Costly monitoring, Financial Intermediation, and Equilibrium Credit Rationing'. *Journal of Monetary Economics*, vol.18, pp.159-179.

ZYSMAN, J. (1983): 'Governments, Markets and Growth'. Ithaca, NY: Cornell University Press.



ANEXO 1
EL PROYECTO B.A.C.H.

A1.1. - ORIGEN Y CARACTERÍSTICAS GENERALES

La base de datos B.A.C.H., (Bank for the Accounts of Companies Harmonized), es una base de datos que contiene las cuentas anuales (balances y cuenta de resultados) armonizadas de empresas no financieras de un conjunto de países, agregadas por sectores de actividad.

Las empresas colaboradoras de los distintos países aportan a sus Centrales de Balances respectivas información relevante sobre sus estados financieros. A continuación, esta información es aportada a la Dirección General II de la Comisión Europea por cada Central de Balances de forma agregada según sectores de actividad y estratos de tamaño de empresa, a partir de los datos individuales de cada empresa disponibles en cada central. Esto comporta por parte de la Dirección General II y de cada país participante, la necesidad de homogeneizar datos.

La base de datos B.A.C.H. surgió, en los años ochenta, a raíz de algunos estudios encargados por la Comisión Europea que mostraron divergencias importantes entre países, a iniciativa de ésta se decidió la creación de una base de datos de empresas no financieras agregadas en función de su actividad y tamaño para contrastar los resultados obtenidos y comprobar si se trataba de diferencias "de fondo", es decir, causadas por el análisis de realidades distintas o "de forma", motivadas por diferentes formas de valoración, de registro etc... entre países.

La base de datos B.A.C.H. es mantenida por la Dirección General II de la Comisión de la Unión Europea, con la colaboración de los países agrupados en el Comité Europeo de Centrales de Balances, el cual está formado por las Centrales de Balances de los países miembros (Alemania, Francia, Italia, Reino Unido, Bélgica, Portugal, Holanda y España) y de terceros países (Estados Unidos y Japón), el cual se creó con el propósito de establecer a la mejora del análisis de la

información no financiera. En el caso de España, la entidad suministradora del Proyecto B.A.C.H. es la Central de Balances del Banco de España.

Tras una revisión de la presentación de los estados contables B.A.C.H. en vigor desde 1987, en 1996 se estableció un nuevo formato de presentación de los estados contables y de nuevas tablas de transición que permiten llegar a partir de los conceptos utilizados en cada país a los epígrafes B.A.C.H. establecidos.

A1. 2. - ARMONIZACIÓN Y LIMITACIONES

Es conveniente destacar las diferencias para la obtención de los datos individuales de empresa entre los distintos países, lo que produce diferencias de representatividad de los datos agregados de los distintos países suministrados por el Proyecto B.A.C.H.. Hay países como Reino Unido (hasta 1990), Holanda y Alemania en que el suministro de datos por las empresas a sus respectivas Centrales de Balances es obligatorio, en la mayoría de estos países la muestra de datos que suministra el Proyecto B.A.C.H. es representativa de la población. En Alemania, Austria, Bélgica e Italia, sin embargo, a pesar de que las empresas están obligadas a colaborar, la muestra no está reconocida como representativa. En el resto de países, como España, Francia y Portugal, la colaboración de las empresas en el suministro de sus datos a las Centrales de Balances es voluntaria y para ellos, el Proyecto B.A.C.H. suministra una muestra no representativa de la población.

Los trabajos de validación del Proyecto B.A.C.H. se llevan a cabo por el Comité Europeo de Centrales de Balances. Desde 1987 a 1990, los trabajos del Comité se centraron en el estudio de las comparaciones internacionales de tendencias y de nivel. Como fruto de estos trabajos, se ha puesto de manifiesto que el análisis de tendencias se ajusta a la realidad para la mayoría de los países, mientras que se ha constatado la dificultad de efectuar comparaciones de nivel, por dos

razones:

* Diferencias entre las fuentes estadísticas de las que se nutre la base de datos B.A.C.H.. Ya que además de que los objetivos de cada Central de Balances son diferentes, existen sesgos procedentes de la diferente composición de las muestras (sectores, tamaños, número de empresas) , de la representatividad de las mismas y del número de variables existentes en cada cuestionario nacional.

* Diferencias provenientes del propio entorno legal de cada país, hay diferencias tanto en el ámbito contable como en el fiscal; existiendo un grado diferente de aplicación de la IV Directiva, la cual ofrece un amplio abanico de variaciones que dificultan la comparabilidad.

* Diferencias de criterios entre las Centrales de Balances participantes en el Proyecto B.A.C.H., sobre las que se ha trabajado con el fin de llegar a un consenso de propuestas de armonización no siempre conseguidas.

Tal y como se ha dicho anteriormente, hay que destacar que se trata de una fuente muestral, es decir, no recoge información censal, sino de un conjunto de empresas más o menos amplio según el país considerado. Por otro lado, la muestra recogida no responde a criterios de representatividad estadística, sino que se configura en función del nivel de respuesta voluntaria por parte de las empresas, por ello, la muestra no tiene la composición de la población ni en lo referente a la distribución por sectores de actividad, ni por estratos de tamaño de empresa. Por último, hay que señalar que el comportamiento de la muestra a lo largo del tiempo es variable, ya que no mantiene la misma composición los diferentes años tratados.

Por todo ello se han realizado diversos trabajos de armonización. La armonización contable, se basa en la normativa contable comunitaria. Y aunque las directivas IV y VII ayudan parcialmente a ello, existen serias limitaciones. En primer lugar, estas

directivas ofrecen demasiadas opciones con el objeto de ser más flexible para adaptarse a los diferentes países. Esta flexibilidad, sin embargo, provoca la falta de una armonización real ya que cada país adopta la opción que más se parezca a su sistema anterior con lo cual, no existe una unificación real de criterios, véase J. Tua Pereda (1983). Por otro lado, los países han adoptado la normativa contable comunitaria en diferentes fechas.

El formato seleccionado para el Balance corresponde al descrito en el artículo 10 de la IV Directiva, es decir, en forma vertical o de lista. Sin embargo, la Cuenta de Pérdidas y Ganancias presenta el formato descrito en el artículo 23, es decir, en cascada, véase cuadro 21 y cuadro 22.

Además de la armonización contable, la armonización de las bases de datos es necesaria ya que existen importantes diferencias en la composición de las bases de datos nacionales. Hay que destacar, además del diferente grado de cobertura de la muestra empleada en cada caso, las divergencias existentes en el número de empresas colaboradoras, ya que la contestación no en todos los países es obligatoria.

Las limitaciones del Proyecto B.A.C.H. surgen de la dificultad existente para adaptar los datos nacionales a un formato único de presentación que además contenga datos comparables entre países. Tal y como se ha explicitado, con objeto de evaluar la comparabilidad de los datos suministrados se creó una tabla de códigos de armonización con cuatro valores posibles para cada uno de los conceptos contables (0=dato no disponible; 1=dato consistente con la IV Directiva y con las hipótesis B.A.C.H.; 2=dato consistente con la IV Directiva pero no con las hipótesis B.A.C.H.; 3=dato no consistente con la IV Directiva. Actualmente existen a disponibilidad del usuario una serie de tablas de comparabilidad de los epígrafes B.A.C.H. por países y años.). Todo esto permite al usuario de esta base de datos conocer en que medida los datos son comparables entre países.

Por otro lado, es necesario poner de manifiesto las limitaciones para la comparabilidad de datos entre países. Para ello, transcribimos a continuación un párrafo que sobre este particular escribió el Comité Europeo de Centrales de Balances: "La información que proporciona B.A.C.H. ofrece referencias válidas para el análisis de la evolución en el tiempo de los distintos conceptos de cada país. Sin embargo, no garantiza la validez de las comparaciones de nivel entre países, fundamentalmente porque los sistemas contables de los distintos países no son homogéneos, como tampoco lo son las muestras de empresas de que dispone cada central de balances". Sin embargo, en la actualidad y gracias a los trabajos de armonización realizados, se han conseguido avances en el tema de las comparaciones de nivel. A pesar de todo, la base de datos no está totalmente armonizada y las comparaciones de nivel entre países no siempre pueden llevarse a cabo; en todo caso, es imprescindible realizar un estudio previo del grado de comparabilidad de las partidas a analizar.

A1. 3. - DESCRIPCIÓN DE LOS DATOS DISPONIBLES

A1.3.1. - Descripción de los datos suministrados hasta 1995

A1.3.1.1. - Ámbitos territoriales

Los países suministrados por el Proyecto B.A.C.H. son los siguientes: Alemania, Francia, Italia, Reino Unido, Bélgica, Holanda, España, Portugal, Japón y Estados Unidos. Es decir, los países pertenecientes a la Unión Europea (a excepción de Dinamarca, Grecia, Irlanda y Luxemburgo), Estados Unidos y Japón.

El periodo cubierto también varía según el país al que hagamos referencia, según el detalle expuesto en la tabla siguiente. El desfase es por término medio de 21 meses.

Periodo cubierto por cada país.

Alemania	1971-1992
Francia	1971-1993
Italia	1982-1993
R. Unido	1971-1990
Japón	1975-1993
EEUU	1983-1993
Bélgica	1978-1993
Portugal	1979-1993
Holanda	1977-1993
España	1982-1993

A1.3.1.2. - Desagregación por sectores de actividad

La clasificación de las actividades económicas utilizada por el Proyecto B.A.C.H., parte de la clasificación de actividades económicas europea (NACE) y consiste en 22 sectores y subsectores de actividad, 14 de los cuales pertenecen a la industria manufacturera. En el cuadro 20 se recoge el detalle de la desagregación sectorial utilizada por el Proyecto B.A.C.H.. En algunos países faltan además algunos de los sectores de la clasificación general normalizada. Así Holanda, Estados Unidos y Alemania cuentan con 21, 19 y 19 sectores respectivamente, faltándoles los siguientes sectores:

- Holanda : no se dispone del sector 4.
- Alemania : no se dispone de sectores 1, 43 y 44.
- Estados Unidos : no se dispone 3, 43 y 44.

A1.3.1.3. - Desagregación por estratos de tamaño

En cuanto a la clasificación por tamaño de empresa, se puede calificar de

problemática a la hora de su normalización, ya que sólo cinco países coinciden en la determinación de lo que es grande, mediana y pequeña empresa. Hay que añadir que, en el caso del Reino Unido y Alemania no existe la desagregación por estrato de tamaño empresarial. En el resto de países, aunque existen los dos estratos de tamaño, hay diferentes criterios de estratificación en diferentes países, siendo éste uno de los aspectos en los que las labores de armonización están peor conseguidas. A continuación se describen los criterios seguidos por los distintos países para clasificar las empresas en los dos estratos de tamaño:

- Límite de 500 trabajadores: España, Francia, Italia, Portugal y Holanda utilizan el límite de 500 empleados para los dos estratos de tamaño.
- Límite de 100 empleados: este criterio de clasificación es utilizado únicamente por Bélgica.
- Límite de volumen de activo: Estados Unidos considera gran empresa a la que tenga un total de activo superior a 25 millones de dólares.
- Límite de capital: Japón, considera gran empresa si el capital supera 1 mm. de yenes.

A1.3.1.4. - Variables de Cuenta de Pérdidas y Ganancias y de Balance

El Proyecto B.A.C.H. recoge datos de los estados contables Balance y Cuenta de Resultados y de catorce ratios. Es decir, suministra un total de 68 variables tanto de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias (27), como del Balance (41). La unidad en que están estas variables es la moneda nacional de cada país.

El formato de presentación de los datos de Balance del Proyecto B.A.C.H. se recoge en el artículo 10 de la IV Directiva y el de la Cuenta de Pérdidas y

Ganancias en el artículo 23. El detalle de estas variables se presenta en el cuadro 21. Las guías de usuario que acompañan los datos del Proyecto B.A.C.H. vienen acompañadas de tablas de transición que presentan el cálculo de las variables B.A.C.H. a partir de los epígrafes de los planes contables de cada uno de los países.

En cuanto a las variables suministradas por el Proyecto B.A.C.H. es conveniente realizar los siguientes comentarios. En primer lugar, un país puede cambiar de Plan Contable de un año al siguiente, el dato "VERSION", suministrado por el Proyecto B.A.C.H. sirve para señalar este cambio. Así, todas las variables que en un país estén asociadas al mismo valor del dato VERSION corresponden a un mismo Plan Contable, el cambio del valor del dato VERSION para un país indica un cambio en el Plan Contable. De esta forma Francia y Bélgica cambian de versión en 1984 y Reino Unido sufre dos cambios de versión en 1982 y 1986.

Por otro lado, no todos los países recogen en todos los sectores y años la totalidad de las variables de Balance y Cuenta de Resultados anteriormente presentadas. Por ello, el Proyecto B.A.C.H. asocia a cada variable otro dato denominado "CARACTERÍSTICAS" que indica el estado de la variable en cuestión de acuerdo con la codificación siguiente:

- La variable es inexistente para ese año, sector y tamaño.
- + La variable no está disponible, lo cual significa que existiendo la variable no suministra su valor.
- Espacio La variable existe y se suministra su valor.

Por último, con la finalidad de facilitar el uso del Proyecto B.A.C.H., la Dirección General II suministra en la publicación en papel una serie de tablas adicionales de comparabilidad interpaíses. En estas tablas para cada país se presentan unos valores aplicables a todas y cada una de las variables incluidas en el Proyecto

B.A.C.H., según el siguiente detalle:

- 0 Dato no disponible.
- 1 Dato consistente con la IV Directiva y con hipótesis del Proyecto B.A.C.H..
- 2 Dato consistente con la IV Directiva pero no con las hipótesis B.A.C.H..
- 3 Dato no consistente con la IV Directiva.

Estas tablas en papel pretenden informar al usuario del grado de identidad y comparabilidad de cada variable en los distintos países.

A1.3.2. - Descripción de los datos suministrados a partir de 1997

A1.3.2.1. - Ámbitos territoriales

La "nueva" base de datos B.A.C.H. dispone de datos correspondientes a los siguientes países: Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Holanda, Italia, Portugal, Suecia, Japón y Estados Unidos. Los nuevos países colaboradores son los siguientes: Austria, Dinamarca, Finlandia y Suecia ; mientras que Reino Unido deja de estar incorporado, ya que dejó de suministrar sus datos en 1990, y no se dispone de información suficiente para conocer su comparabilidad con el nuevo formato B.A.C.H..

A1.3.2.2. - Desagregación por sectores de actividad

La clasificación de las actividades económicas utilizada por el Proyecto B.A.C.H., consiste en 23 sectores y subsectores de actividad, 14 de los cuales pertenecen a la industria manufacturera. En el cuadro 22 se recoge el detalle de la desagregación sectorial utilizada por el Proyecto B.A.C.H..

Respecto a la desagregación sectorial empleada en la "antigua" base de datos B.A.C.H., hay que destacar que se incluyen dos nuevos sectores, "Comercio de vehículos automóviles, al por mayor y al por menor" y "Hostelería y Restauración". Por otro lado, se elimina el sector total "Industrias de producción", con el fin de evitar conclusiones sesgadas sobre el conjunto de empresas.

A1.3.2.3. - Desagregación por estratos de tamaño

En la nueva base de datos B.A.C.H., se ha establecido como variable única definitoria de los estratos de tamaño en la totalidad de países, la cifra de negocios. Esto supone una importante mejora respecto de los datos por estratos de tamaño que suministraba la "antigua" base de datos.

Además se han establecido tres estratos de tamaño de empresa diferentes, mediante la separación de las empresas pequeñas de las medianas. Los estratos de tamaño definidos son los siguientes:

- Pequeñas empresas, ventas menores a 7 millones de ECU's.
- Medianas empresas, ventas entre 7 y 40 millones de ECU's.
- Grandes empresas, ventas mayores a 40 millones de ECU's.

A1.3.2.4. - Variables de Cuenta de Pérdidas y Ganancias y de Balance

El Proyecto B.A.C.H. recoge datos de los estados contables Balance y Cuenta de Resultados y de catorce ratios. Es decir, suministra un total de 80 variables tanto de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias (29), como del Balance (51). Además, de un anexo donde se suministra información sobre:

- Inversiones realizadas y amortización acumulada del inmovilizado material, inmaterial y financiero.
- Dividendos distribuidos.
- Número de empresas del agregado seleccionado.

Las variables se suministran en forma de porcentaje sobre las ventas en el caso de las variables de Cuenta de Pérdidas y Ganancias y sobre el total de activo en el caso de variables de Balance.

El detalle del nuevo formato de presentación de las variables se presenta en el cuadro 23, en el cual se destacan con negrita las principales novedades.

CUADRO 20 - CLASIFICACIÓN SECTORIAL DEL PROYECTO B.A.C.H. (PB-22)

<u>SECTOR</u>	<u>NOMBRE</u>
0	Industrias de producción
1	Energía y Agua
2	Industria Manufacturera
21	Productos Intermedios
211	Extracción de metales férreos minerales y proceso preliminar del metal
212	Extracción de metales no férreos e industria de los productos minerales no metálicos
213	Química y fibras artificiales
22	Inversión y bienes de consumo duradero
221	Industria de artículos de metal mecánicos e instrumentos de ingeniería
222	Equipos eléctricos y electrónicos
223	Industria del equipo de transporte
23	Consumo de bienes no duraderos
231	Alimentos, bebidas y tabaco
232	Textiles, cuero y vestido
233	Pasta papelera, manufactura del papel e impresión
234	Otras industrias manufactureras
3	Construcción
4	Servicios
41	Comercio al por mayor e intermediarios del comercio
42	Comercio al por menor
43	Transportes y Comunicaciones
44	Otros Servicios n.c.o.p. (reparación y recuperación, hostelería, otros servicios prestados a las empresas...)

Hay que destacar que no se dispone de información de las empresas del sector primario, ni de los sectores Financiero, Educativo, Administración Pública...

**CUADRO 21 - VARIABLES DE BALANCE Y DE CUENTA DE RESULTADOS
DEL PROYECTO B.A.C.H.****VARIABLES DE BALANCE DEL PROYECTO B.A.C.H.**

C.B.A.C.H. NOMBRE DE LA VARIABLE

- A. CAPITAL SUSCRITO NO DESEMBOLSADO

- B. GASTOS DE ESTABLECIMIENTO

- C.1. Inmovilizaciones inmateriales (total)
 - C.2.1. Terrenos y Construcciones
 - C.2.2. Instalaciones técnicas y maquinaria
 - C.2.3. Otras instalaciones, utillaje y mobiliario
 - C.2.4. Anticipos e inmovilizaciones en curso

- C.2. Inmovilizaciones materiales (total)

- C.3. Inmovilizaciones financieras

- C. ACTIVO INMOVILIZADO

- D.1.1. Materias primas y consumibles
- D.1.2. Otros stocks
- D.1. Existencias

- D.2.1. Créditos comerciales
- D.2.4. Otros créditos
- D.2. Créditos

- D.3. Valores mobiliarios

- D.4. Efectivo en caja y bancos

- D. ACTIVO CIRCULANTE

- E. Cuentas de regularización de activo

- P. ACTIVO CIRCULANTE TRAS REGULARIZACIÓN

=====

C.B.A.C.H. NOMBRE DE LA VARIABLE

F.0.2.	Deudas con establecimientos de crédito
F.0.4.	Deudas comerciales
F.0.8.	Otras deudas
F.	DEUDAS A CORTO PLAZO (MENOS DE 1 AÑO)
G.	ACTIVO CIRCULANTE DESPUES DE LA REGULARIZACIÓN
H.	ACTIVO TOTAL MENOS DEUDAS A CORTO PLAZO
I.0.2.	Deudas con establecimientos de crédito
I.0.8.	Otras deudas
I.	DEUDAS A LARGO PLAZO
J.	Provisiones para riesgos y gastos
K.	Cuentas de regularización de pasivo
Q.	TOTAL RECURSOS AJENOS A LARGO PLAZO
R.	ACTIVO NETO
L.1.	Capital suscrito
L.2.	Prima de emisión
L.4.	Reservas
L.6.	Resultados del ejercicio
L.M.	Intereses minoritarios
L.	CAPITALES PROPIOS
XX.	TOTAL DEL BALANCE

VARIABLES DE LA CUENTA DE RESULTADOS

C.B.A.C.H. NOMBRE DE LA VARIABLE

- 1 Importe Neto de la cifra de negocios
- 2 Variación de existencias de productos terminados y en curso.
- 3 Trabajos realizados por la empresa para su inmovilizado.
- 4 Otros ingresos de explotación.
- S PRODUCCION
- 5 Compras (Consumos de Materias Primas y auxiliares, elementos, envases y otros...)
- T RESULTADO BRUTO DE EXPLOTACIÓN
- 6.a Sueldos y Salarios.
- 6.b Cargas Sociales.
- 6 Gastos de Personal (6.a. + 6.b)
- 7. Dotación de Amortizaciones y Provisiones.
- 8. Otros gastos de explotación.
- U. GASTOS DE EXPLOTACIÓN
- V. RESULTADO NETO DE LA EXPLOTACIÓN
- 11. Ingresos Financieros.
- 12. Corrección Valorativa de Activos Financieros.
- 13. Gastos Financieros.
- W. RESULTADOS FINANCIEROS
- X. RESULTADO NETO ANTES DE IMPUESTOS (V - W)
- 14. Impuesto sobre Beneficios

=====

C.B.A.C.H. NOMBRE DE LA VARIABLE

=====

- 15. RESULTADO NETO DESPUÉS DE IMPUESTOS
- M. Intereses minoritarios
- N. RESULTADO NETO DESPUÉS DE INTERESES
MINORITARIOS (X - M)
- 16. Ingresos Excepcionales.
- 17. Gastos Excepcionales.
- Z. RESULTADO NETO FINAL
- 21. RESULTADO DEL EJERCICIO (Z - 14)

CUADRO 22 - CLASIFICACIÓN SECTORIAL DEL PROYECTO B.A.C.H. (Nueva serie de datos)

<u>SECTOR</u>	<u>NOMBRE</u>
1	Energía y Agua
2	Industria Manufacturera
21	Productos Intermedios
211	Extracción de metales férreos minerales y proceso preliminar del metal
212	Extracción de metales no férreos e industria de los productos minerales no metálicos
213	Química y fibras artificiales
22	Inversión y bienes de consumo duradero
221	Industria de artículos de metal mecánicos e instrumentos de ingeniería
222	Equipos eléctricos y electrónicos
223	Industria del equipo de transporte
23	Consumo de bienes no duraderos
231	Alimentos, bebidas y tabaco
232	Textiles, cuero y vestido
233	Pasta papelera, manufactura del papel e impresión
234	Otras industrias manufactureras
3	Construcción
4	Comercio
41	Comercio al por mayor, recuperación e intermediarios del comercio
42	Comercio de vehículos automóviles, al por mayor y al por menor
43	Comercio al por menor
44	Hoteles y restauración
5	Transportes y Comunicaciones
6	Otros Servicios n.c.o.p. (reparación y recuperación, hostelería, otros servicios prestados a las empresas...)

Hay que destacar que no se dispone de información de las empresas del sector primario, ni de los sectores Financiero, Educativo, Administración Pública...

**CUADRO 23 - VARIABLES DE BALANCE Y DE CUENTA DE RESULTADOS
DEL PROYECTO B.A.C.H. (Nueva serie de datos).**

VARIABLES DE BALANCE DEL PROYECTO B.A.C.H.

=====

C.B.A.C.H. NOMBRE DE LA VARIABLE

=====

A. CAPITAL SUSCRITO NO DESEMBOLSADO

C.1.1. Gastos de establecimiento

C.1.5* Otras Inmovilizaciones Inmateriales

C.1. Inmovilizaciones inmateriales (total)

C.2.1. Terrenos y Construcciones

C.2.2. Instalaciones técnicas y maquinaria

C.2.3. Otras Instalaciones, utillaje y mobiliario

C.2.4. Anticipos o Inmovilizaciones en curso

C.2. Inmovilizaciones materiales (total)

C.3.1/3 Participaciones en empresas afiliadas o asociadas

C.3.6. Otras Inmovilizaciones financieras

C.3. Inmovilizaciones financieras

C. ACTIVO INMOVILIZADO

D.1.1. Materias primas y consumibles

D.1.4. Anticipos a proveedores

D.1.5. Otros stocks

D.1. Existencias

D.2.1. Créditos comerciales

D.2.7*. Otros créditos

D.2. Créditos

D.3. Valores mobiliarios

D.4. Efectivo en caja y bancos

D. ACTIVO CIRCULANTE

E. Cuentas de regularización de activo

C.B.A.C.H. NOMBRE DE LA VARIABLE

- F.2. Deudas con establecimientos de crédito
- F.3. Anticipos de clientes
- F.4. Deudas comerciales
 - F.10*. Otras deudas
 - F.101* Otras deudas financieras
 - F.102* Otras deudas no financieras
- F. DEUDAS A CORTO PLAZO (MENOS DE 1 AÑO)

- I.1. Obligaciones y valores de renta fija a largo plazo
- I.2. Deudas con establecimientos de crédito
- I.4. Deudas comerciales
 - I.10*. Otras deudas
 - I.101* Otras deudas financieras
 - I.102* Otras deudas no financieras
- I. DEUDAS A LARGO PLAZO

- J.1* Provisiones para fondos de pensiones y obligaciones similares
- J.4* Otras provisiones
- J. Provisiones para riesgos y gastos

- K. Cuentas de regularización de pasivo

- L.1. Capital suscrito
- L.2. Prima de omisión
- L.3. Reserva de revalorización de fondos propios
- L.4. Reservas
- L.5. Resultados de ejercicios anteriores
- L.6. Resultados del ejercicio
- L. CAPITALS PROPIOS

- TOTAL DEL BALANCE

VARIABLES DE LA CUENTA DE RESULTADOS

=====

C.B.A.C.H. NOMBRE DE LA VARIABLE

=====

1	Importe Neto de la cifra de negocios
2	Variación de existencias de productos terminados y en curso.
3	Trabajos realizados por la empresa para su inmovilizado.
4	Otros ingresos de explotación.
S*	PRODUCCIÓN
5.a	Consumo de materias primas, mercaderías y consumibles
5.b	Otros gastos de explotación
5	Consumo de bienes y servicios
8.	Otros gastos e impuestos de explotación
T*	VALOR AÑADIDO
6.a	Sueldos y Salarios.
6.b	Cargas Sociales.
6	Gastos de Personal (6.a. + 6.b)
U*	RESULTADO BRUTO DE EXPLOTACIÓN
7.a	Amortización de inmovilizado material e inmaterial
7.c*	Otras correcciones de valor y provisiones
7.	Dotación de Amortizaciones y Provisiones.
V*	RESULTADO NETO DE LA EXPLOTACIÓN
9/11.	Ingresos Financieros.
12.	Corrección Valorativa de Activos Financieros.
13.a	Intereses de deudas
13.b	Otros gastos financieros
13.	Gastos Financieros.
W.	RESULTADOS FINANCIEROS
X.	RESULTADO NETO DE ACTIVIDADES ORDINARIAS ANTES DE IMPUESTOS
16.	Ingresos Excepcionales.
17.	Gastos Excepcionales.
Y.	Impuesto sobre Beneficios
21.	RESULTADO DEL EJERCICIO (Z - 14)