

Las empresas que utilizan este recurso presentan una evolución decreciente en sus costes de financiación bancaria

La emisión de deuda como mecanismo para abaratar

En este trabajo se estudia el efecto que tiene la emisión de deuda pública negociable por parte de las empresas, en la evolución de los costes bancarios de las mismas. Razonamos que debe de existir una relación negativa entre ambos basándonos en tres argumentos: 1/ la posible delegación en el mercado de la supervisión que deben llevar a cabo los bancos. Esto abaratará los costes de financiación bancaria vía supervisión; 2/ el incremento en el poder de negociación de las empresas emisoras de deuda con los bancos, al utilizar las primeras canales de financiación alternativos al bancario; 3/ la posibilidad de que la emisión de deuda sea interpretada como una señal positiva sobre la calidad de la empresa. El estudio contrasta empíricamente este resultado utilizando la Encuesta de Estrategias Empresariales para los años 1990-97 y el resultado corrobora que la hipótesis teórica tiene un respaldo empírico.

**María José Casasola y
Josep A. Tribó** ^{(1), (2)}
Departamento de Empresa
Universidad Carlos III

DEUDA BANCARIA VS DEUDA NEGOCIABLE

Uno de los principales argumentos para la utilización de deuda negociable es el abaratamiento en los costes de financiación de las empresas como consecuencia de la menor prima que demandan los inversores en comparación con los acreedores bancarios. Esto es fruto básicamente de dos hechos. En primer lugar, de la posibilidad de negociar la deuda en mercados secundarios, lo que confiere a ésta una mayor liquidez que los créditos bancarios, reduciendo, por tanto, el riesgo que soportan los inversores y con ello la prima que éstos demandan a las empresas. En segundo lugar, la mayor facilidad para renegociar la deuda bancaria en comparación con la deuda pública, desincentiva a las empresas en esforzarse por evitar los escenarios en los que la deuda debe ser renegociada. Este hecho in-



(1) Dirección para la correspondencia. Josep A. Tribó. Departamento de Economía de la Empresa. Universidad Carlos III. C/ Madrid 126 (28903) Getafe España (e-mail: joatribó@emp.uc3m.es)

(2) Agradecemos a la Fundación de Empresa Pública la provisión de los datos de la ESEE.

pública negociable

los créditos bancarios

crementa el riesgo que soportan los tenedores de deuda fácilmente renegociable (bancos) en comparación con los inversores en deuda negociable. El resultado es un incremento en la prima que demandan los primeros en comparación con los segundos. Existen, por otra parte, efectos cruzados sobre los costes financieros cuando existen ambos tipos de financiación. Por una parte, los bancos, en tanto que son especialistas en la supervisión de las empresas, facilitan la rebaja de los costes de financiaciones alternativas (ej. emisión de deuda) por un mecanismo de delegación en la supervisión (Diamond 1984). Así Datta et al. (1999), para USA, estudia el impacto que una estrecha relación entre bancos y empresas tiene sobre las primas que las segundas deben pagar a los inversores para poder captar fondos a través de deuda negociable. El resultado es que, efectivamente, existe un diferencial favorable a las empresas que tienen una estrecha relación bancaria en comparación con el resto de empresas. El segundo efecto cruzado, que es el que nos interesa estudiar en este trabajo, iría en sentido contrario. Así, cabría esperar que la utilización del mecanismo de mercado para obtener fondos por parte de las empresas, pudiese tener también un efecto positivo en la reducción de los

costes de los fondos captados a través de los bancos. Esta hipótesis estaría fundamentada en tres argumentos principales. En primer lugar, la posible existencia de un mecanismo de supervisión cruzada que iría de los inversores al banco. De la misma manera que el banco puede asumir una labor de supervisión por delegación, la mirada de inversores que son tenedores de deuda puede hacer que estos asuman ese rol por el banco y, por tanto, este último puede cargar unos menores costes en su financiación al **ahorrarse los costes de supervisión**. Un segundo aspecto, está relacionado con el poder de negociación de la empresa en su relación con el banco, que aumenta por el hecho de tener un canal de financiación alternativo. Este **incremento en el poder de negociación de la empresa** debe verse reflejado en un **abaratamiento en los costes de la financiación bancaria** por parte de aquellas empresas emisoras de deuda negociable. Por último, hay que destacar que el propio hecho de emitir deuda negociable y someterse voluntariamente al escrutinio del mercado, puede ser interpretado por parte del proveedor financiero bancario como una **señal positiva de la calidad de la empresa**. Así, en situaciones donde, a priori, la calidad de la empresa está oculta, el contar con esta "señal" per-

TABLA 1. ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE DEUDA A CORTO PLAZO POR AÑOS (muestra de ESEE*)

| AÑO BASE DE DATOS ESEE (MILLONES DE PTAS) | MONTANTE TOTAL DE LAS EMISIONES |
|---|---------------------------------|
| 1990 | 0 |
| 1991 | 0 |
| 1992 | 0 |
| 1993 | 95.589.938 |
| 1994 | 103.923.400 |
| 1995 | 38.517.900 |
| 1996 | 25.200.786 |
| 1997 | 33.389.867 |

(*) Encuesta sobre Estrategias Empresariales.

mite al banco discriminar estas empresas como especialmente valiosas y ofrecerles un tipo de interés más bajo en comparación con el resto de empresas. Encontramos, por tanto, que existen tres efectos que van en la misma dirección, y nos permiten postular que **las empresas al emitir deuda negociable, deben presentar una evolución decreciente en sus costes de financiación bancaria**. En esta línea, Booth (1992) para USA, encuentra que aquellas empresas que tienen deuda pública, soportan en sus créditos bancarios un spread efectivo respecto a los tipos de referencia (PRIME, LIBOR) que resulta ser inferior al de las empresas que no emiten deuda pública negociable. Por otra parte, y en buena lógica, sería de esperar que la reducción en los costes de financiación bancaria fruto de la emisión de deuda negociable, repercutiese especialmente en

la deuda bancaria a corto plazo, pues ésta, a diferencia de la deuda a largo plazo, se negocia periodo a periodo. Además, partiendo de los argumentos anteriores, esperaríamos encontrar que en aquellas empresas en las que es más común el utilizar este instrumento (i.e. las empresas más maduras, Nieto y Tribó 2000), la deuda negociable representará una señal con un menor contenido informativo respecto de la calidad de la empresa emisora. En tal caso es de esperar que para estas empresas más maduras, la reducción en los costes de la financiación bancaria fruto de la emisión de deuda sea menos intensa. Los argumentos anteriores definen la hipótesis básica a contrastar: **Hipótesis: Las empresas que emiten deuda negociable, especialmente si no pertenecen a sectores maduros, ven reducidos sus costes de financiación** >

> bancaria en el año de la emisión y en los siguientes a la misma, siendo esto particularmente visible en el caso de la deuda bancaria a corto plazo.

UN ANÁLISIS MÁS CENTRADO EN EL CORTO PLAZO

Para contrastar la hipótesis anterior, utilizamos la Encuesta Sobre Estrategias Empresariales (ESEE) para el período 1990-1997. La ESEE es una encuesta de carácter anual realizada por el Ministerio de Ciencia y Tecnología y la Fundación Empresa Pública. Ésta recoge una muestra representativa de empresas manufactureras españolas seleccionadas mediante muestreo estratificado, es decir, tratando de reproducir en la muestra la composición del tejido empresarial industrial español. El resultado es una base de datos con 3.060 empresas y 15.307 observaciones. Debemos indicar, a su vez, que la muestra de datos utilizada sólo contiene información de la deuda negociable emitida a corto plazo, es decir, de menos de un año de duración. Por tanto, el análisis empírico que presentamos en este trabajo se va a centrar en el efecto de la emisión de deuda pública a corto plazo sobre el coste de la financiación bancaria en el período y siguientes de la emisión. De forma aneja, también estudiaremos si existe un diferencial en esta reducción de costes cuando las empresas emisoras son maduras respecto de las empresas que no lo son. Debemos indicar que la reducción en los costes bancarios a partir de la deuda emitida a largo plazo es de esperar que sea más intensa que la de corto plazo, puesto ésta incrementa en mayor medida el poder de negociación de la empresa respecto del banco. Esto es así porque con la deuda a largo plazo, la

TABLA 2. CONTRASTE DE MEDIAS DE LOS COSTES BANCARIOS CONTEMPORÁNEOS Y ADELANTADOS UNO Y DOS PERIODOS

| | EMPRESAS CUANDO NO EMITEN DEUDA NEGOCIABLE | EMPRESAS CUANDO EMITEN DEUDA NEGOCIABLE | EMPRESAS CUANDO NO EMITEN DEUDA NEGOCIABLE (EMPRESAS MADURAS) | EMPRESAS CUANDO EMITEN DEUDA NEGOCIABLE (EMPRESAS MADURAS) |
|---|--|---|---|--|
| Costes actuales bancarios a corto plazo (CP) (%) | | | | |
| Costes créditos bancarios a CP | 10,44 | 9,68 | 10,55 | 9,88 |
| Costes créditos bancarios a CP (año emisión + 1) | 10,51 | 9,22 | 10,6 | 9,43 |
| Costes créditos bancarios a CP (año emisión + 2) | 10,08 | 8,52 | 10,18 | 8,65 |
| Costes actuales bancarios a largo plazo (LP) (%) | | | | |
| Costes créditos bancarios a LP | 10,94 | 9,45 | 11,17 | 9,49 |
| Costes créditos bancarios a LP (año emisión + 1) | 10,99 | 8,7 | 11,14 | 8,82 |
| Costes créditos bancarios a LP (año emisión + 2) | 10,46 | 8,12 | 10,65 | 8,27 |

Nota: Definimos como empresas maduras, aquellas que invierten en I+D una proporción de sus ventas inferior a su promedio sectorial.

plazo y que, por tanto, permiten acometer las negociaciones con los bancos para conseguir créditos adicionales en unas mejores condiciones. La consecuencia de esto es que con el estudio basado en emisiones a corto plazo vamos a subestimar las reducciones en el coste asociado a los nuevos créditos que firma una empresa tras emitir deuda negociable en general (tanto a corto como a largo plazo). De tal forma que si obtenemos una reducción significativa en el análisis basado en la emisión de pagarés (deuda a corto plazo), podemos afirmar que, en general para cualquier tipo de emisión se producirá esta reducción en los costes.

LOS DATOS DE LA MUESTRA Y SU INTERPRETACIÓN

Como estadística previa, mostramos en la **Tabla 1**, la estadística por años de las emisiones de deuda pública a corto plazo por parte de las empresas correspondiente a nuestra muestra.

Podemos constatar, en primer lugar, que la utilización de la emisión de deuda negociable a corto plazo es un fenómeno relativamente reciente. En segundo lugar, se puede observar que

se produjo a principios de los 90, es cuando se produce el mayor montante de captación de fondos vía emisión de deuda a corto plazo. Hay que indicar que es precisamente en los inicios de una etapa expansiva cuando se producen las mayores inversiones en las empresas y, por tanto, hay más necesidades de financiación. Respecto de las empresas emisoras, debemos indicar que son empresas grandes, con una menor proporción de deuda bancaria, la cual es, además, de menor duración en comparación con la de las empresas no emisoras.

LAS EMPRESAS EMISORAS REDUCEN SU COSTE FINANCIERO BANCARIO

Una vez establecido el marco de estudio, procedemos a estudiar si existe o no una diferencia significativa entre las empresas emisoras de deuda negociable y las que no utilizan dicho mecanismo de financiación con relación a los costes en la financiación bancaria tanto a corto como a largo plazo.

La **Tabla 2** refleja que existe un coste en la financiación bancaria a corto y largo plazo significativamente menor (al 99%) en los periodos de emisión de la deuda negociable así como en

deuda y cuando no lo hacen. Comprobamos, a su vez, que para estas empresas emisoras, se produce entre el período de la emisión y los siguientes una significativa reducción en los costes financieros bancarios tanto a corto como a largo plazo, cosa que no ocurre para las empresas no emisoras. En particular, encontramos que entre el año de la emisión y el siguiente, se ha producido una rebaja de 46 puntos básicos en los tipos de interés a corto plazo que soportan las empresas emisoras. Sin embargo, las empresas cuando no emiten, además de soportar unos mayores tipos, no ven reducidos los mismos, de hecho se incrementan en 7 puntos básicos, con lo que se descarta que la rebaja en los tipos de interés que disfrutaron las empresas emisoras tras la emisión de deuda sea producto del ciclo macroeconómico. Este diferencial se sigue manteniendo pasados dos años de la emisión, puesto que entre el año siguiente a ésta y el posterior, las empresas emisoras disfrutaron de una rebaja de 70 puntos básicos (-7,6%), mientras que en las que no emitieron, la rebaja es inferior, en concreto, de 43 puntos básicos (-4,1%).

Este patrón encontrado respec-

to de la deuda a corto plazo, también se observa en la deuda a largo plazo. En concreto, obtenemos que entre el año de la emisión y el siguiente, se ha producido una rebaja de 75 puntos básicos en los tipos de interés de la deuda viva catalogada de largo plazo que soportan las empresas emisoras. Por otra parte, las empresas que no emitieron deuda, al igual que en el análisis a corto plazo, no sólo soportan unos mayores tipos de interés, sino que ven incrementados los mismos en 5 puntos básicos entre ambos periodos señalados. También encontramos que sigue manteniéndose este diferencial cuando nos desplazamos 2 periodos en el tiempo, puesto que entre el año siguiente de la emisión y el posterior a éste, los tipos a largo plazo de las empresas emisoras se rebajaron en 58 puntos básicos (-6,7%), mientras que los de las empresas que no emitieron, la rebaja fue de 53 puntos básicos (-4,8%).

Estos resultados obtenidos, confirman plenamente la hipótesis planteada anteriormente en el sentido que las empresas que utilizan el mercado como mecanismo de financiación, gozan de un mayor poder de negociación frente a los bancos, y consiguen unas mejores condiciones de financiación. Además, de los datos presentados en la **Tabla 2**, parece deducirse que de la misma forma que las empresas cuando emiten deuda son discriminadas de forma positiva mediante una reducción de tipos sostenida durante unos periodos, cuando no emiten deuda lo son incluso de una forma negativa, pues ven incrementados sus tipos de interés en el horizonte inmediato tras la emisión por parte de sus compañeras emisoras. Esto último apoyaría el argumento según el cual la emisión de deuda es vista como

una señal positiva por parte de los bancos que permite a éstos premiar a las empresas emisoras en detrimento de las no emisoras.

LA HIPÓTESIS SE CONFIRMA, TAMBIÉN, USANDO TÉCNICAS ECONÓMICAS

Debemos indicar que, además, hemos llevado a cabo los análisis anteriores utilizando técnicas econométricas de regresión con datos de panel con objeto de estimar el efecto individual que tiene la existencia de una decisión de emisión sobre la

de deuda negociable a corto plazo sobre, por un lado, los costes bancarios a corto plazo, y por otro, los costes a largo plazo. En particular, se observa que si bien la variable de emisión influye de forma significativa en el abaratamiento de los costes bancarios a corto plazo hasta dos periodos después de la emisión, en el largo plazo, esta variable apenas influye en el abaratamiento de los mencionados costes dos periodos después de la emisión.

Por último, de estos análisis econométricos se pueden extraer unas informaciones adicio-

a cabo, por lo que es de esperar que soporten unos menores costes financieros por su deuda bancaria. Un segundo argumento es el que expone Zoido (1998), según el cual las mayores empresas son las que presentan con una mayor probabilidad participación bancaria en su accionariado. Esta relación de propiedad induce una reducción en los mencionados costes de financiación. Una segunda variable a resaltar es la de tangibilidad de los activos de la empresa. Comprobamos que la presencia de activos tangibles es más relevante en la reducción



evolución de los costes financieros en cada empresa particular. Comprobamos que la emisión de deuda negociable por parte de una empresa tiene un efecto significativo al 99% en el abaratamiento de los costes bancarios a corto y a largo plazo de esta empresa, tanto en el periodo de la emisión como en los dos siguientes. Un segundo aspecto que se deduce del análisis de regresión es que existe un efecto diferencial de la emisión

al introducir en las estimaciones una serie de variables de control. En primer lugar, la variable ventas, como forma de medir el tamaño de la empresa, induce una reducción de los costes bancarios tanto a corto como a largo plazo. Esto es consistente con el hecho que las empresas más grandes tienen un mayor poder de negociación con los bancos, y, además, son las que, en principio, más emisiones de deuda negociable llevan

de los costes financieros para el endeudamiento bancario a largo plazo que para el de corto plazo. Este hecho es consecuente con la idea que las entidades bancarias exigen garantías tangibles, especialmente en la concesión de préstamos a largo plazo, puesto que en el corto plazo la propia corta duración de las obligaciones de la empresa acaba actuando como un mecanismo disciplinario natural. Por tanto, el efecto de variaciones

en las garantías debe de ser más relevante en los costes bancarios a largo plazo que en los de corto plazo.

Por último, incorporamos una variable que mide el nivel de endeudamiento bancario de la empresa. Observamos que esta variable está positivamente correlacionada con los costes financieros a corto plazo, lo que no es más que el reflejo tanto del superior poder de negociación de los bancos frente a empresas con mucha deuda bancaria, como del factor riesgo que asumen las empresas altamente endeudadas. En el caso del largo plazo, esta variable no es significativa, lo que resulta lógico teniendo en cuenta que en un contexto de largo plazo, la probabilidad de tener problemas de viabilidad financiera fruto de un alto endeudamiento es menor que en un contexto de corto plazo. Consecuentemente, la prima por el riesgo de endeudamiento será mucho más insensible en el largo plazo que en el corto plazo.

LAS EMPRESAS MADURAS NOTAN MENOS LOS EFECTOS POSITIVOS

El último aspecto señalado en la hipótesis a contrastar, conjetura el menor efecto de la emisión de deuda en empresas más maduras. En la **Tabla 2**, observamos que el tipo de interés de las empresas maduras emisoras es ligeramente superior a las que no lo son. Además, el ritmo de decrecimiento de los costes financieros bancarios de las empresas cuando emiten deuda y que, además, son maduras, es, en general, ligeramente inferior al correspondiente al promedio de empresas emisoras. A su vez, en los análisis de regresión que hemos realizado, al centrarnos en empresas que no son de crecimiento (empresas maduras), comprobamos que la emisión de

deuda negociable a corto plazo para estas empresas no genera una reducción en los costes bancarios que soportan. Esto confirma plenamente este punto de la hipótesis a contrastar. Tal como hemos comentado anteriormente, conectamos este hecho con la menor información que transmite la señal basada en la emisión de deuda negociable por parte de empresas que no son de crecimiento en comparación con las que lo son. Este hecho limita el incremento en el poder negociador de esas empresas respecto de los bancos, y con ello reduce el abaratamiento en los costes de la financiación bancaria.

CONCLUSIONES

En este trabajo hemos analizado la evolución de los costes bancarios que soportan las empresas cuando éstas han utilizado el mecanismo de mercado basado en la emisión de deuda negociable a corto plazo para financiar parte de sus inversiones. Hemos argumentado, invocando tres razones, que las empresas emisoras de deuda negociable deben de ver reducidos, una vez realizada la emisión, sus costes de financiación bancaria. Las razones esgrimidas son: 1/ el inferior coste de la supervisión por parte de los bancos cuando en parte pueden delegar esta labor en el mercado; 2/ el incremento en el poder de negociación de las empresas en su relación con los bancos cuando éstas tienen un instrumento de financiación alternativo; 3/ la señalización implícita como empresa de calidad por parte de las que emiten deuda negociable.

Para llevar a cabo el contraste empírico de los resultados teóricos planteados, utilizamos una muestra de empresas manufactureras españolas para el período 1.990-1.997 tomada de la Encuesta Sobre Estrategias Em-

[bibliografía]



- BOOTH, J. R. (1992)** Contract Costs, Bank Loans, and the Cross-Monitoring Hypothesis. *Journal of Financial Economics*; 31(1), pp. 25-41.
- DATTA, S. ; ISKANDAR-DATTA, M. ; PATEL, A. (1999)** Bank Monitoring and the Pricing of Corporate Public Debt. *Journal of Financial Economics* 51, pp. 435-49.
- DIAMOND, D. (1984)** Financial Intermediation and Delegated Monitoring. *Review of Economic Studies*, 51, pp. 393-414.
- NIETO, M. J. Y TRIBÓ, J. A. (2000)** Determinantes de la Emisión de Deuda Negociable en las Empresas Españolas. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa* 9(4), pp. 61-80.
- ZOIDO, M. E. (1998)** Un estudio de las participaciones accionariales de los bancos en las empresas españolas. *Investigaciones Económicas* 22(3),8, pp. 427-67.

presariales (ESEE). Se trata de un panel incompleto formado por 3060 empresas y 15.307 observaciones.

Encontramos, realizando un análisis descriptivo, una serie de resultados a destacar:

- En primer lugar, las empresas cuando emiten deuda negociable a corto plazo gozan de unos menores tipos de interés en sus créditos bancarios con relación a las empresas cuando no emiten tales instrumentos de financiación.
- En segundo lugar, existe una significativa reducción a partir del periodo de la emisión y en los dos siguientes, en los costes financieros bancarios que soportan las empresas emisoras en comparación con las empresas que no han emitido deuda. Esto es válido tanto en el largo plazo como en el corto plazo.
- Por último, encontramos una débil evidencia respecto del menor impacto de la emisión de deuda a corto plazo en los costes financieros bancarios cuando las empresas emisoras son maduras.

El estudio econométrico que se lleva a cabo confirma plenamente los resultados del análisis descriptivo inicial tanto en el corto como en el largo plazo y

tanto para el periodo contemporáneo de emisión como para los dos siguientes. Además, la débil evidencia señalada anteriormente respecto de las empresas maduras, es confirmada plenamente. Argumentamos que para estas empresas, al ser más proclives a emitir deuda, la "calidad" de la señal asociada al hecho de emitir deuda es claramente menos informativa, y con ello los efectos de la emisión sobre los costes bancarios deben de ser más reducidos.

Como limitaciones del trabajo hay que señalar que no tenemos información sobre las emisiones de deuda pública a largo plazo, pero que, en cualquier caso sospechamos que los efectos serían incluso superiores teniendo en cuenta que el incremento en el poder de negociación de la empresa es aún superior cuando ésta consigue unos fondos que generen pasivos a largo plazo.

Como posibles extensiones, hay que indicar que además de la emisión de deuda pública, cabría esperar que la mayoría de los efectos encontrados deberían de mantenerse cuando la vía de financiación alternativa fuese la emisión de acciones en lugar de la deuda negociable. Esto será materia para investigaciones futuras. □