



ENSAYOS SOBRE EL CRÉDITO COMERCIAL

Doctorando

Francisco Javier Canto Cuevas

Directores

Dra. María José Palacín Sánchez

Dr. Filippo di Pietro

Universidad de Sevilla

Programa de Doctorado de Economía de la Empresa

Dpto. de Economía Financiera y Dirección de Operaciones

Sevilla, 2017

“El más largo de los viajes comienza con un solo paso”

Lao-Tse

Agradecimientos

A mis directores de Tesis, familia, amigos, y a todo el departamento en general: por vuestra atención, paciencia y apoyo. Sin todo lo cual no hubiera sido posible la terminación de lo que comenzó siendo un proyecto impensable. Sinceramente, mi más profundo agradecimiento

TABLA DE CONTENIDO

BLOQUE 1 Presentación de la Tesis	3
1.1. Introducción.....	5
1.2. Objetivos de la Tesis	12
1.3. Metodología	19
1.4. Resultados obtenidos.....	24
1.5. Conclusiones y discusión.....	28
1.6. Futuras investigaciones.....	32
Referencias	35
BLOQUE 2 Compendio de artículos	41

***BLOQUE 1 PRESENTACIÓN DE LA
TESIS***

1.1 Introducción

El crédito comercial es un recurso financiero que nace cuando los proveedores de bienes y servicios confían en sus clientes, permitiendo que éstos aplacen el pago de sus facturas durante un periodo determinado. Por consiguiente, se trata de una deuda, en la que el comprador actúa como prestatario y el vendedor como prestamista, y que aparece en el balance empresarial como un recurso ajeno a corto plazo. En general, se trata de una fuente financiera muy importante para las empresas. Especialmente, este recurso es relevante para las pequeñas y medianas empresas (PYME), debido a sus tradicionales dificultades para acceder a la financiación externa (Berger y Udell, 1998).

Esta fuente financiera suele tener un alto coste debido al uso frecuente en las operaciones comerciales de los

descuentos por pronto pago que ofrecen los proveedores a sus clientes, y que hacen que el coste de oportunidad sea muy elevado en caso de remunerar dicho descuento. Esta práctica implica el cargo de un tipo de interés implícito a las empresas en el caso de que renuncien a estos descuentos mediante el aplazamiento del pago a sus proveedores. Por lo que no puede hablarse de que la financiación comercial tenga carácter gratuito, más bien todo lo contrario.

De tal forma, que un contrato típico entre proveedor y cliente con pago aplazado a 30 días y que, por ejemplo, ofrezca a éste la posibilidad de un descuento por pronto pago del 2% si paga antes de 10 días, equivale a un 44% anual aproximadamente si no hace uso del descuento y se financia con su proveedor durante un mes. Lo que supone un interés extremadamente más alto que otros recursos financieros alternativos como el crédito bancario. Es necesario destacar, que a pesar de su alto coste, el crédito comercial es uno de los principales recursos a corto plazo en los balances de las empresas.

Respecto al uso del crédito comercial, y siguiendo a Petersen y Rajan (1997), se aceptan tres motivos que, en

general, justifican la existencia de este crédito: el financiero, el operacional y el comercial. El motivo financiero, explica entre otras ideas como ciertas empresas no financieras conceden crédito, de carácter comercial, a aquellas otras con problemas de acceso al mercado de capital. En este caso, los proveedores están dispuestos a convertirse en prestamistas concediendo crédito a sus clientes cuando, en teoría, esa es la función principal de las instituciones financieras. Estudios como el de Emery (1984), Mian y Smith (1992) y Smith (1987) lo confirman. Por otro lado, el motivo operacional justifica que gracias al crédito comercial se consigue incrementar la eficiencia en el sistema productivo y reducción de costes (Emery 1987; Bougheas 2009). Por último, el motivo comercial justifica dicho crédito, entre otras causas, por la discriminación de precios que se consigue con el mismo (Schwartz y Whitcomb, 1979; Mian y Smith, 1992).

El estudio del crédito comercial ha dado como resultado un conjunto trabajos que tratan de explicar este tipo de financiación desde ángulos diferentes, la gran mayoría de ellos con una base empírica que contrasta las diversas teorías existentes sobre dicho crédito. Sin embargo se puede decir que no existe una teoría universal del crédito comercial que unifique

a todas (Rodríguez-Rodríguez, 2008), e incluso algunos autores postulan que sufre cierto descuido en lo que respecta a su estudio, al ser relativamente poco analizado por la literatura tradicional del crédito. En este sentido, Paul y Boden (2008) consideran que este recurso tiene el “síndrome de Cenicienta”, entre otras causas, por no encontrarse dentro de ningún área de conocimiento específico, sino al contrario, corresponder a varias a la vez, sugiriendo la existencia de lagunas en su estudio, a pesar de la significatividad micro y macroeconómica del mismo.

Un estudio más en profundidad de este recurso financiero se justifica por las siguientes razones. En primer lugar, el volumen de financiación de este recurso supera al crédito bancario en casi todos los países industrializados, incluidos los de nuestro entorno. La cuenta de proveedores en los balances de las PYMES superó en la mayoría de países europeos al crédito bancario a corto plazo antes del comienzo de la crisis (García-Teruel y Martínez-Solano 2010). Si a ello añadimos que el 99% de las empresas son PYMES en la mayoría de los países de los países desarrollados, se pone todavía más de manifiesto la importancia de este tipo de crédito dentro de la financiación de las empresas.

En segundo lugar, el crédito comercial también es muy significativo a nivel macroeconómico, debido a que afecta a los mecanismos de transmisión de la política monetaria a través de un canal propio, en contraposición al canal de crédito bancario (Meltzer 1960; Atanasova and Wilson 2003; Mateut et al. 2006). De tal forma que, mediante la teoría de la redistribución, en épocas de contracción monetaria, las empresas con más recursos extienden crédito comercial a aquellas con menor acceso a los préstamos bancarios, mitigando el racionamiento del crédito.

Por último, su escasa legislación hace que este tipo de crédito genere un mercado poco regulado y de naturaleza informal, con un gran número de proveedores junto a multitud de diferentes acuerdos que complican el mercado de este recurso financiero. Esta situación legal puede convertirse en un problema en el caso de abuso en los periodos de pago a proveedores. En este sentido, ha empezado a legislarse en nuestro entorno relativamente hace poco tiempo. Con la finalidad de armonizar a España con los diferentes países europeos y la Directiva 2000/35/CEE, se legislan los periodos medios de pago mediante la conocida Ley de Morosidad, publicada en el BOE número 163 de 6 de Julio de 2010, que

pretende mejorar la competitividad y liquidez de las PYMES, reduciendo los índices de morosidad de España (de los peores a nivel europeo). La principal característica de esta Ley es limitar a 30 días el plazo en que las Administraciones públicas deben pagar a las empresas proveedoras, plazo que se amplía a 60 días en el sector privado. A pesar de ello, es evidente la dificultad de implantación de esas medidas según se desprende de los datos obtenidos del Boletín de Morosidad de la Confederación Española de la Pequeña y Mediana Empresa (CEPYME). En este estudio, se muestra un periodo medio de pago de más de 100 días durante los años 2008-2011, que desciende a algo más de 80 días a partir de 2011, muy por encima de los 60 días de plazo que propone la ley.

En definitiva, se puede considerar que la importancia del crédito comercial y su carácter de ser una figura insuficientemente estudiada justifican una mayor investigación del mismo. En esta Tesis se procura profundizar en esta figura en el caso de las PYMES, teniendo especialmente presente su comportamiento en tiempos de bonanza económica y de crisis, su particular relación con el crédito bancario, y el entorno institucional en el que operan las empresas. Con esta finalidad,

en esta Tesis se han desarrollado 3 ensayos de investigación que han culminado en tres artículos científicos.

1.2 OBJETIVOS DE LA TESIS

Esta Tesis pretende ayudar a un mejor entendimiento del crédito comercial mediante el estudio de tres aspectos fundamentales que se han caracterizado por ser poco estudiados o por obtener unos resultados no concluyentes. Este objetivo se aborda mediante la realización de tres artículos que investigan sobre la relación del crédito comercial con la situación económica, con el ciclo de vida financiero de las empresas, y con el crédito bancario. Más detalladamente, los objetivos y sus justificaciones se exponen a continuación.

Primer objetivo

La escasez de estudios sobre el crédito comercial en las PYME relacionados con la situación económica, a pesar de su influencia sobre este recurso (Schwartz, 1974), hace necesario analizar su comportamiento no solo cuando la economía funciona, sino también, y muy especialmente, en tiempos de crisis. En este sentido, en épocas de bonanza económica se espera que las empresas, especialmente las PYME, hagan más uso del crédito comercial, y que además, trasladen este crédito a sus clientes. En épocas de crisis, el uso de la financiación

comercial puede deberse a la escasez de otros recursos financieros alternativos y al incremento de la morosidad (Hernández de Cos y Hernando, 1998), sin embargo, las PYME son las más vulnerables a la hora de conseguir financiación, lo que acentúa su dependencia de la financiación bancaria y del crédito comercial (Berger y Udell, 1998). Lo fundamental en este contexto de escasez generalizada de recursos, es si el crédito comercial aumenta con la crisis, lo que indicaría su positivo papel para superar etapas de restricción crediticia, o si por el contrario también se contrae, acentuando los problemas de acceso a los recursos financieros. Por consiguiente, el primer objetivo de esta Tesis es relacionar crédito comercial con la situación económica.

Para ello analizamos la doble vertiente de este crédito en las empresas, es decir, el recibido de los proveedores y el concedido a los clientes. La finalidad es observar si la disponibilidad o escasez de este crédito, debido a la situación económica, se trasmite a través de la cadena de suministro.

Además, se escoge como país de estudio España y el periodo 2004-2011, debido a las características diferenciales de la situación económica española, tanto en la fase de

crecimiento como en la de recesión analizadas, que han tenido una mayor intensidad y duración que en otros países.

En el estudio se incluyen los factores de empresa clásicos determinantes del crédito recibido de proveedores y del crédito concedido a clientes, con la finalidad de analizar los factores determinantes de ambas vertientes del recurso, no solo a nivel macroeconómico, sino también a nivel microeconómico.

Segundo objetivo

La diversidad de resultados obtenidos en la literatura financiera sobre los factores determinantes del crédito comercial, y la no conclusión de la explicación sobre las relaciones entre el crédito comercial y otros dos recursos financieros esenciales: crédito bancario y autofinanciación, obliga a seguir profundizando en el estudio del crédito comercial. Con esta finalidad, y siguiendo a Berger y Udell (1998), se investiga la interconexión entre los distintos recursos financieros en las PYME, teniendo en cuenta el paradigma del ciclo de crecimiento financiero (*financial growth cycle paradigm*). Según este paradigma, la estructura de capital de la empresa varía con el tamaño y edad de la empresa, y por tanto las relaciones entre los recursos

financieros también pueden variar. Sin embargo, la evidencia empírica ha examinado las muestras de empresas como si fueran un todo homogéneo, lo que podría explicar la diversidad de resultados de la evidencia previa.

Para solventar este inconveniente, se analizan las relaciones del crédito comercial con el crédito bancario y la autofinanciación en las PYME españolas bajo una nueva perspectiva. Para ello se utiliza el método de la regresión cuantil que tiene en cuenta la heterogeneidad de las empresas en los diferentes cuantiles o niveles de endeudamiento comercial de las mismas. De acuerdo con el paradigma citado, este grado de financiación con proveedores puede ser tomado como una proxy de la edad y el tamaño de la empresa, y permite analizar cómo afecta a la relación del crédito comercial con el crédito bancario y la autofinanciación.

Tercer objetivo

El estudio de la relación entre el crédito comercial y el crédito bancario es un tema muy relevante en la literatura financiera, dando como resultado dos hipótesis explicativas de dicha relación: la sustitutiva y la complementaria. La primera se ha

confirmado en muchos estudios que observan como las empresas usan más crédito de proveedores cuando tienen dificultades en acceder a la financiación institucional, evidenciándose un canal de crédito comercial que amortigua la escasez de recursos financieros durante las políticas monetarias restrictivas o periodos de crisis (Meltzer 1960; García-Appendini y Montoriol-Garriga 2013).

Sin embargo, esta relación de tipo sustitutivo entre ambos recursos no ha sido contrastada en todas las investigaciones realizadas. Biais y Gollier (1997) argumentan teóricamente que el crédito comercial y el bancario también se pueden relacionar positivamente y se mueven en la misma dirección, es decir, ambos se incrementan o disminuyen a la vez. En este caso, se observa una relación de tipo complementario entre ambos recursos (Cook 1999), en la cual el crédito comercial no actúa como una mano amiga cuando el crédito bancario disminuye.

El tercer objetivo pretende analizar más profundamente el tipo de relación existente entre estos dos recursos financieros básicos para las PYMES europeas, debido a su mayor dependencia de ambos recursos y su acceso limitado a los

mercados financieros que caracterizan este tipo de empresas (Chant y Walker, 1988). Con esta finalidad, se estudia, en primer lugar, la relación complementaria o sustitutiva entre crédito comercial y crédito bancario considerando la determinación conjunta de ambos recursos y, en segundo lugar, el papel de los factores institucionales en ambos recursos. El periodo de estudio comprende los años más extremos de la reciente crisis, que se caracterizan por una contracción significativa del crédito bancario que dificulta el acceso de las PYMES a este recurso, y que puede afectar a la supervivencia de este tipo de empresas dependiendo del tipo de relación con el crédito comercial observada.

Para profundizar en el tipo de relación existente, consideramos que el crédito comercial y el crédito bancario se determinan simultáneamente y que la causalidad entre ellos corre en ambas direcciones (Yang 2011), es decir, ambos pueden ser factores explicativos del otro. Esto es crucial para entender cómo se relacionan estos recursos y evitar correlaciones espurias de otros estudios que no consideran esta posibilidad.

Además, en el estudio incluimos factores institucionales del entorno en que las empresas operan, con el objetivo de analizar cómo afecta la zona geográfica a ambos recursos (Burkart y Ellingsen 2004; Beck et al. 2008). Debido a que las características del entorno donde se desarrollan las empresas juegan un papel importante en la formación de sus decisiones financieras (Rajan y Zingales 1995; La Porta et al. 1998; Palacín-Sánchez et al., 2013), y en el crédito comercial (Demirgüç-Kunt y Maksimovic 2001). Para ello, se incluyen dos de los principales factores institucionales que influyen de una forma más determinante en el crédito comercial y en el crédito bancario: el sistema legal y el sector financiero (Demirguc-Kunt y Maksimovic 1999).

En principio, un sistema legal eficiente favorece la financiación externa, crédito comercial y bancario incluido, debido a que proporciona una mayor protección a los acreedores. Mientras que un sector financiero desarrollado, no solo facilita el flujo de crédito bancario, sino de crédito comercial también, al canalizar los proveedores el crédito de las instituciones financieras hacia otras empresas.

1.3 METODOLOGÍA

En los tres artículos, en general, las variables de empresa utilizadas para el estudio empírico del crédito comercial se definen a partir de datos de los balances y cuentas de resultados proporcionados por las empresas, disponibles a través de diversas bases de datos nacionales e internacionales.

Primer artículo

Con la finalidad de cumplir los objetivos expuestos, se toma la cuenta de proveedores y clientes del balance empresarial como variables dependientes que miden el crédito comercial recibido y concedido respectivamente. Como variables independientes se toman factores de empresas clásicos determinantes de dicho crédito: tamaño, edad, autofinanciación, crecimiento, activo corriente, financiación bancaria y liquidez. También se incluye la variable macroeconómica crecimiento del producto interior bruto (PIB) para medir la situación económica. La muestra de estudio se obtuvo de la base de datos SABI de Bureau Van Dijk (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos), y se compone de PYME españolas pertenecientes a todos los sectores, excepto el financiero. La muestra asciende a 4.650

PYME que forman un panel no balanceado con un total de 32.530 observaciones durante el periodo 2004-2011.

Las ecuaciones definidas para el estudio del crédito comercial son estimadas mediante un modelo de efectos fijos, contrastado por el test de Hausman, y se utiliza el modelo de variables instrumentales de mínimos cuadrados en dos etapas (MC2E) para solventar posibles problemas de endogeneidad.

Segundo artículo

Este artículo usa como variable dependiente el crédito comercial recibido de proveedores, siendo las independientes las mismas que en el anterior artículo excepto la liquidez. Además se añaden variables de tiempo con la finalidad de ver cómo se ve afectado el crédito comercial cada año.

La muestra utilizada también se obtuvo de la base de datos SABI, ascendiendo a 1.396 PYME manufactureras españolas, que forman un panel de 11.167 observaciones-año durante el periodo 2004-2011. En este artículo, se toman empresas del sector manufacturero con la finalidad de homogeneizar la muestra en cuanto a su problemática respecto al crédito comercial, en línea con otros trabajos sobre este

recurso (Ono 2001; Love y Zaidi 2010). Además, en este sector la figura del crédito comercial suele ser muy relevante.

En este artículo, se utiliza el estimador de regresión cuantil desarrollado por Koenker y Basset (1978), metodología que, según nuestro conocimiento, es inédita en la literatura financiera sobre crédito comercial. La regresión cuantil condicional, divide la muestra por cuantiles según el uso de este recurso. Este tipo de regresión tiene en cuenta la heterogeneidad de las empresas en los diferentes niveles de endeudamiento comercial de las mismas, a diferencia del estimador de regresión estándar, que sólo proporciona una visión parcial de la relación entre la variable dependiente y el conjunto de regresores. Nuestra regresión cuantitativa rastrea toda la distribución del crédito comercial, condicionada a un conjunto de variables explicativas, lo que contribuye a facilitar la consecución de nuestro segundo objetivo.

Tercer artículo

En este último artículo, se usan como variables dependientes el crédito comercial recibido de proveedores, y la financiación con crédito bancario a corto plazo. Es necesario enfatizar que, debido a al estudio simultaneo de ambos recursos financieros,

cuando las deudas comerciales son la variable dependiente, los préstamos bancarios se incluyen como una variable independiente, y viceversa. Además, se introduce el uso de variables independientes institucionales para medir la eficiencia del sistema legal y el desarrollo del sector financiero. También se añaden variables de control de empresa: tamaño, inventario, autofinanciación, crecimiento, liquidez, activos fijos, apalancamiento y una variable de control externa, crecimiento económico, para controlar la profundidad de la crisis. Por último, se introducen variables dummy de país y sector.

La muestra de empresas es obtenida a partir de *Analyse Major Databases from European Sources* (AMADEUS). Se trata de una base de datos europea que contiene información financiera sobre más de 13 millones de empresas públicas y privadas construida por Bureau van Dijk. La muestra asciende a 22.819 PYME, cada año como media, pertenecientes a 10 países de la Unión Europea. Con esta muestra, se forma un panel no balanceado con 123.517 observaciones para el estudio de la relación de crédito comercial y bancario durante el periodo de crisis 2008-2011. Esta muestra a nivel europeo nos permite observar la diversidad del crédito comercial por países

y tener en cuenta la heterogeneidad del entorno respecto a la situación económica y legal

Para estimar la relación entre el crédito comercial y el bancario, en este artículo se emplea un modelo de ecuaciones simultáneas porque ambos recursos pueden ser determinados conjuntamente (Yang 2011). Los problemas potenciales de endogeneidad hacen que el modelo de mínimos cuadrados ordinario OLS no sea un buen estimador en este caso. Por lo tanto, utilizamos el estimador de mínimos cuadrados de tres etapas 3SLS (Zellner y Theil 1962) para estimar empíricamente las dos ecuaciones. Este modelo, a diferencia del estimador de mínimos cuadrados en dos etapas 2SLS, se encarga de los resultados espurios generados por el estimador OLS.

1.4 RESULTADOS OBTENIDOS

A continuación se exponen los resultados más relevantes obtenidos en los tres artículos desarrollados.

Primer artículo

Respecto al objetivo de relacionar el crédito comercial con la situación económica, los resultados evidencian el carácter cíclico del crédito comercial respecto a este factor macroeconómico. Esto supone un aumento de este recurso en expansión y una disminución durante la crisis de las dos vertientes del crédito comercial analizadas.

Por otro lado, todos los de los factores de empresa determinantes del crédito comercial recibido muestran alta significatividad en su relación con este recurso, siendo los resultados más relevantes los siguientes. El factor tamaño empresarial muestra una relación positiva, que explica como la dimensión de la empresa sirve de señal a los proveedores para valorar la reputación crediticia de las firmas que obtienen financiación de ellos, según la teoría de la información asimétrica. Los factores autofinanciación y crédito bancario muestran un coeficiente negativo. El primero, explica que las

empresas prefieren la financiación interna a la externa de proveedores, según la teoría de las preferencias jerárquicas o “pecking order theory” de Myers y Majluf (1984). El segundo, sugiere una relación de tipo sustitutivo entre ambos recursos tan importantes para las PYME, y requiere profundizar más en su estudio, como se pretende en los artículos siguientes.

Finalmente, los factores de empresa determinantes del crédito comercial concedido por las empresas muestran en su gran mayoría una alta significatividad, y siguen, en general, el resultado esperado según la literatura previa.

Segundo artículo

El estudio del crédito comercial mediante la regresión cuantil confirma el paradigma del ciclo de vida financiero, debido a que se observa como las empresas más pequeñas y jóvenes se financian en mayor medida con sus proveedores.

Además, los resultados muestran grandes diferencias en la relación de las variables que miden la financiación bancaria y autofinanciación respecto al crédito comercial según el nivel de endeudamiento comercial. Más concretamente, se observan en las empresas con mayor financiación de proveedores,

situadas en los cuantiles elevados, unos coeficientes negativos de la financiación bancaria y del factor autofinanciación. El primero explica una relación de tipo sustitutivo en las empresas más pequeñas y jóvenes. El segundo explica, también para este tipo de firmas, la preferencia de las empresas por esta financiación interna frente a la externa de proveedores. Por último, las variables de tiempo introducidas en el modelo informan de la disminución del crédito comercial en periodo de crisis.

Tercer artículo

Este artículo, cuyo principal objetivo era el estudio de la relación entre crédito comercial y bancario, muestra que ambos recursos financieros se determinan simultáneamente y están relacionados negativamente, evidenciándose la hipótesis sustitutiva en su relación.

Además, las variables institucionales consideradas afectan significativamente al crédito comercial y bancario. Por un lado, se observa que un menor desarrollo del sector financiero y una mayor crisis afectan negativamente al uso de ambos recursos y viceversa. Es decir, en países con sistemas financieros que facilitan el acceso al crédito, las empresas

trasladan estos préstamos en forma de crédito comercial. Lo que, además, se potencia si la situación económica es buena.

Por otro lado, el sistema legal evidencia un mayor uso de estos recursos a corto plazo en entornos legales más débiles, debido a que estos acuerdos y contratos son más fáciles de interpretar y, por consiguiente, presentan menos problemas legales tanto para los bancos como para los proveedores.

1.5 CONCLUSIONES Y DISCUSIÓN

Los tres artículos realizados aportan una serie de conclusiones muy relevantes en el análisis de esta fuente financiera en nuestro país y entorno, contribuyendo a la literatura financiera sobre el mismo.

En el primer lugar, se muestra que el entorno macroeconómico afecta a ambas vertientes del crédito comercial, es decir, al crédito recibido de proveedores y al concedido a clientes. El carácter cíclico observado, explica que ambos aumentan durante la expansión y disminuyen durante la crisis, lo cual sugiere que se está transmitiendo la disposición o escasez del mismo de una a otra empresa a través de la cadena de suministro. Además, esta disminución de la financiación comercial en años de recesión añade, si cabe, más dificultad a la falta de recursos que caracteriza este tipo de periodos y tipo de empresa estudiada (PYME).

Este resultado sugiere que dicho crédito favoreció, junto a la financiación bancaria, la “burbuja crediticia” existente en España durante el periodo de expansión. Y que posteriormente, dicha burbuja se desinfló durante la crisis, disminuyendo el

acceso a los recursos financieros de manera drástica, incluido el crédito comercial. Todo lo cual, produjo una situación financiera difícil para la supervivencia de las PYME.

En segundo lugar, los resultados obtenidos, al tener en cuenta la heterogeneidad de las empresas en los diferentes cuantiles de la distribución del crédito comercial, muestran diferencias entre este crédito, y el crédito bancario y la autofinanciación, que dependen de los diferentes grados de crédito comercial. De tal forma que, siguiendo el paradigma del ciclo de crecimiento financiero, la interconexión de los recursos financieros de las PYME varía con el tamaño y la edad de una empresa, siendo las más jóvenes y pequeñas, es decir, las más opacas, las que más se financian con sus proveedores, debido su difícil acceso a otros recursos como el crédito bancario y su posibilidad más limitada de generar recursos propios.

En tercer lugar, los resultados cuando se analiza simultáneamente el crédito comercial y el crédito bancario, confirman la hipótesis sustitutiva entre el crédito comercial y el crédito bancario. Más concretamente, se obtiene una relación sustitutiva determinada simultáneamente entre el crédito

comercial y bancario, con una mayor influencia del segundo sobre el primero a la hora de determinar la cuantía de los dos recursos.

En cuanto a los factores institucionales, en primer lugar, la eficiencia del sistema jurídico evidencia un mayor uso de estos dos recursos financieros a corto plazo dónde las leyes y su ejecución son más pobres, probablemente debido a que los bancos y los proveedores resuelvan dichas debilidades del sistema legal mediante contratos a corto plazo. En segundo lugar, un sector bancario más desarrollado incrementa el uso del crédito comercial y el crédito bancario en las empresas. Esto sugiere que la relación sustitutiva entre crédito comercial y crédito bancario en período de crisis funciona mejor en países donde las instituciones financieras son más eficientes porque las empresas pueden financiarse con bancos o proveedores, que actúan como intermediarios financieros canalizando recursos a corto plazo desde los bancos a otras PYME.

Esto pone de relieve el papel del crédito comercial para las PYME en años de crisis con dificultades de acceso a los préstamos bancarios, y en sistemas financieros débiles con menor flujo de crédito bancario. En este caso, la financiación de

proveedores disminuye el impacto de la contracción financiera a través del canal de crédito comercial, explicando la subsistencia de muchas empresas en un entorno financiero poco propicio.

Por último, estas conclusiones permiten argumentar que los responsables políticos deberían actuar sobre los característicos problemas de financiación de las PYMES, más agudos durante las crisis, y dar una solución teniendo en cuenta la heterogeneidad de las mismas (principalmente tamaño y edad) y el entorno geográfico en el que operan. De tal forma, que se evite que sea el crédito comercial la posibilidad única e imprescindible de financiación la mayoría de las veces. Lo cual, en caso de ir unido a una falta de voluntariedad en la concesión de dicho crédito debido a la morosidad o retrasos en los pagos de los clientes, podría afectar negativamente a los proveedores y crear una sucesión de impagos interempresariales.

1.6 FUTURAS INVESTIGACIONES

Como futuras líneas de investigación en el campo del crédito comercial, se proponen las siguientes. En primer lugar, será de interés comprobar el efecto de las leyes contra la morosidad nacidas de la directiva europea 2000/35 / CE y 2011/7 / UE, que establecen medidas contra el retraso en el pago en las transacciones comerciales, afectando a la financiación de las PYME. Estas regulaciones podrían ser inadecuadas por dirigirse al conjunto general de las empresas y no tener en cuenta la cantidad de factores microeconómicos y macroeconómicos que causan diferentes efectos en el uso del crédito comercial, como ya se ha podido evidenciar en la presente Tesis.

En segundo lugar, otra justificación de futuras investigaciones se explica por la distinta naturaleza de las dos vertientes de este recurso: clientes y proveedores. Es necesario tener en cuenta que, en general, el esfuerzo que hacen las empresas para financiar a los primeros, es superior al crédito obtenido de los segundos. Esto es debido, principalmente, a que los clientes de las empresas son otras empresas, Administraciones Públicas y consumidores finales, mientras

que los proveedores son solo empresas. Sin embargo, los consumidores finales no entran dentro del ámbito de la legislación actual de plazos de pago, y la morosidad de las Administraciones continúa siendo muy elevada, por tanto, de nuevo podría afirmarse que dicha legislación no va a suponer una mejora sustancial en los plazos de cobro a clientes, mientras que se van a reducir sus periodos de pago a proveedores. Esto se traduce en un mayor desfase entre las cuentas que reflejan el crédito comercial concedido y recibido, respectivamente, y más problemas de búsqueda de recursos financieros.

Por consiguiente, en futuros estudios también sería conveniente investigar por separado la influencia que tienen en el crédito comercial el lado demandante del mismo o clientes, del lado oferente en dicho recurso o proveedores, a pesar de la dificultad que esto entraña (Atanasova 2007). Para lo cual, se hace necesario el uso de encuestas que permitan una indagación más exacta, entre otras cuestiones, de la cuantía de crédito ofrecida, de los periodos de pago pactados y reales, del coste del descuento por pronto pago, y del uso de

este descuento por parte de los clientes. Lo que permitirá un análisis más profundo de su uso como fuente financiera.

Por último, y debido a la importancia que demuestra este recurso en las PYME españolas, sería conveniente un estudio teniendo en cuenta las diferentes comunidades autónomas que componen nuestro país, al objeto de analizar si las diferencias regionales afectan a este tipo de crédito. La cuestión aquí es confirmar si los resultados obtenidos en estudios previos (Palacín-Sánchez et al. 2013, Palacín-Sánchez y di Pietro 2016) que observan que la estructura de capital de las PYME difiere por región, también se produce a nivel del crédito comercial.

REFERENCIAS

Atanasova, C.V., & Wilson, N. (2003). Bank borrowing constraints and the demand for trade credit: evidence from panel data. *Managerial and Decision Economics*, 24, 503-514.

Atanasova, C. (2007). Access to Institutional Finance and the Use of Trade Credit. *Financial Management*, 36 (1), 49-67.

Bougheas, S., Mateut, S., & Mizen, P. (2009). Corporate trade credit and inventories: New evidence of a trade-off from accounts payable and receivable. *Journal of Banking & Finance*, 33, 300–307.

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2008). Financing patterns around the world: Are small firms different? *Journal of Financial Economics*, 89, 467-487.

Berger, A.N., & Udell, G.F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 22. 613-673.

Biais, B., & Gollier, C. (1997). Trade credit and credit rationing. *Review of Financial Studies*, 10. 903–957.

Burkart, M., & Ellingsen, T. (2004). In-kind finance: a theory of trade credit. *American Economic Review*, 94 (3). 569–590.

Confederación empresarial de la pequeña y mediana empresa (CEPYME). Boletín de morosidad y financiación empresarial. Disponible en: <http://www.cepyme.es/documentos/>

Chant, E., & Walker, D. (1988). Small Business demand for Trade Credit. *Applied Economics*, 20(7), 861-876.

Cook, L. (1999). Trade credit and bank finance: financing small firms in Russia. *Journal of Business Venturing*, 14, 493–518.

Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (1999). Institutions, Financial Markets And Firm Debt Maturity. *Journal of Financial Economics*, 54, 295-336.

Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Firms as Financial Intermediaries: Evidence from Trade Credit Data. *World Bank Policy Research Working Paper n° 2696*.

Emery, G. (1984). A Pure Financial Explanation for Trade Credit. *The Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 19(3), 271-285.

Emery, G. (1987). An Optimal Financial Response to Variable Demand. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 22(2). 209-225.

Garcia-Appendini, R., & Montoriol-Garriga, J. (2013). Firms as Liquidity Providers: Evidence from the 2007-2008 Financial Crisis. *Journal of Financial Economics*, 109, 272-291.

García-Teruel, P.J., & Martínez-Solano, P. (2010). Determinants of trade credit: A comparative study of European PYME. *International Small Business Journal*, 28, 215-233.

Hernández de Cos, P., & Hernando, I. (1998). El Crédito Comercial en las Empresas Manufactureras Españolas. *Documento de trabajo del Banco de España*, 9810.

Koenker, R., & Basset, G. (1978). Regression quantiles. *Econometrica*, 46, 33– 50.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106, 1113–1155.

Love, I., & Zaidi, R. (2010). Trade credit, Bank Credit and Financial Crisis. *International Review of Finance*, 10, 125–147.

Mateut, S., Bougheas, S., & Mizen, P. (2006). Trade credit, bank lending and monetary policy transmission. *European Economic Review*, 50 (3), 603–629.

Meltzer, A.H. (1960). Mercantile credit, monetary policy, and size of firms. *Review of Economics and Statistics*, 42, 429–443.

Mian, S.L., & Smith, C.W. (1992). Accounts receivable management policy: theory and evidence. *Journal of Finance*, 47(1), 169-200.

Myers, S.C., & Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.

Ono, M. (2001). Determinants of trade credit in the Japanese manufacturing sector. *Journal of the Japanese and International Economies*, 15, 160–177.

Palacín-Sánchez, M.J., Ramírez-Herrera, L.M., & di Pietro, F. (2013). Capital structure of SMEs in Spanish regions. *Small Business Economics*, 41, 503–519.

Palacín-Sánchez, M.J., & di Pietro, F. (2016). The Role of the Regional Financial Sector in the Capital Structure of Small and

Medium-Sized Enterprises (SMEs). *Regional Studies*, 50(7), 1232-1247.

Paul, S., & Boden, R. (2008). The secret life of UK trade credit supply: Setting a new research agenda. *The British Accounting Review*, 40, 272-281.

Petersen, A., & Rajan, G. (1997). Trade credit: theories and evidence. *The Review of Financial Studies*, 10, 669-691.

Rajan, R.G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure. *Journal of Finance*, 50, 1421-1460.

Rodríguez-Rodríguez, O.M. (2008). El crédito comercial: Marco conceptual y revisión de la literatura. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la empresa*, 14 (3), 35-54.

Schwartz, R. (1974). An Economic Model of trade credit. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 9, 643-657.

Schwartz, R., & Whitcomb, D. (1979). The Trade Credit Decision. *Handbook of Financial Economics*, J. Bicksler ed. North-Holland Publishing Co. 257-273.

Smith, J.K. (1987). Trade credit and informational asymmetry. *Journal of Finance*, 42, 863-872.

Yang, X. (2011). The role of trade credit in the recent subprime financial crisis. *Journal of Economics and Business*, 63, 517–529.

Zellner, A., & Theil, H. (1962). Three-Stage Least Squares: Simultaneous Estimation of Simultaneous Equations. *Econometrica*, 30 (1), 54-78.

BLOQUE 2 Compendio de artículos

Primer artículo

Canto-Cuevas, F.J., Palacín-Sánchez, M.J. y di Pietro, F. (2016): Impact of economic cycle on trade credit: the case of Spanish SMEs, *Revista Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa/ European Research on Management and Business Economics*, 22 (2), pp. 55-62. <http://dx.doi.org/10.1016/j.iedee.2015.11.001>

Indicios de calidad resumidos: Añadida a la *Thomson Reuters Master Journal List* en 2015; Factor de impacto SJR 2015: 0,17, Q3 Business and International Management.

Segundo artículo

Canto-Cuevas, F.J., Palacín-Sánchez, M.J. y di Pietro, F. (2016): Trade credit in SMEs: a quantile regression approach, *Applied Economics Letters*, 23 (13), pp. 945-948. <http://dx.doi.org/10.1080/13504851.2015.1122727>.

Indicios de calidad resumidos: Factor de impacto JCR 2015: 0,33, Q4 Economics; y factor de impacto en SJR 2015 de 0,335, Q3 en Economics and Econometrics.

Tercer artículo

Palacín-Sánchez, M.J, Canto-Cuevas, F.J. y di Pietro, F. (2017?): Trade credit versus bank credit in SMEs: a simultaneous and institutional analysis in a crisis context, sometido a revisión en *Small Business Economics*.

Indicios de calidad resumidos: Factor de impacto JCR 2015: 1,795, Q1 Economics; y factor de impacto en SJR 2015 de 2,013, Q1 en todas las categorías incluidas: Business, Management and Accounting y Economics and Econometrics

