



Universitat de Girona

LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LAS PYMES CATALANAS: LA DINÁMICA EN UN CONTEXTO DE RECESIÓN

David MALDONADO GUTIÉRREZ

Dipòsit legal: Gi. 1326-2013

<http://hdl.handle.net/10803/120792>

ADVERTIMENT. L'accés als continguts d'aquesta tesi doctoral i la seva utilització ha de respectar els drets de la persona autora. Pot ser utilitzada per a consulta o estudi personal, així com en activitats o materials d'investigació i docència en els termes establerts a l'art. 32 del Text Refós de la Llei de Propietat Intel·lectual (RDL 1/1996). Per altres utilitzacions es requereix l'autorització prèvia i expressa de la persona autora. En qualsevol cas, en la utilització dels seus continguts caldrà indicar de forma clara el nom i cognoms de la persona autora i el títol de la tesi doctoral. No s'autoritza la seva reproducció o altres formes d'explotació efectuades amb finalitats de lucre ni la seva comunicació pública des d'un lloc aliè al servei TDX. Tampoc s'autoritza la presentació del seu contingut en una finestra o marc aliè a TDX (framing). Aquesta reserva de drets afecta tant als continguts de la tesi com als seus resums i índexs.

ADVERTENCIA. El acceso a los contenidos de esta tesis doctoral y su utilización debe respetar los derechos de la persona autora. Puede ser utilizada para consulta o estudio personal, así como en actividades o materiales de investigación y docencia en los términos establecidos en el art. 32 del Texto Refundido de la Ley de Propiedad Intelectual (RDL 1/1996). Para otros usos se requiere la autorización previa y expresa de la persona autora. En cualquier caso, en la utilización de sus contenidos se deberá indicar de forma clara el nombre y apellidos de la persona autora y el título de la tesis doctoral. No se autoriza su reproducción u otras formas de explotación efectuadas con fines lucrativos ni su comunicación pública desde un sitio ajeno al servicio TDR. Tampoco se autoriza la presentación de su contenido en una ventana o marco ajeno a TDR (framing). Esta reserva de derechos afecta tanto al contenido de la tesis como a sus resúmenes e índices.

WARNING. Access to the contents of this doctoral thesis and its use must respect the rights of the author. It can be used for reference or private study, as well as research and learning activities or materials in the terms established by the 32nd article of the Spanish Consolidated Copyright Act (RDL 1/1996). Express and previous authorization of the author is required for any other uses. In any case, when using its content, full name of the author and title of the thesis must be clearly indicated. Reproduction or other forms of for profit use or public communication from outside TDX service is not allowed. Presentation of its content in a window or frame external to TDX (framing) is not authorized either. These rights affect both the content of the thesis and its abstracts and indexes.



Universitat de Girona

TESI DOCTORAL

***La estructura financiera de las pymes catalanas: la dinámica en un
contexto de recesión***

Análisis financiero y contable en pymes de Girona y de Catalunya

David Maldonado Gutiérrez

2013

PROGRAMA DE DOCTORAT EN TURISME, DRET I EMPRESA

Universitat de Girona

Dirigida i tutoritzada per la Doctora Maria Helena Benito i Mundet

Memòria presentada per optar al títol de doctor per la Universitat de
Girona

Als pares;
als meus amics, sense els quals les alegries no serien tals;
a Pili Surís, referent humà i professional a la que es troba molt a faltar.

The real price of everything, what everything really costs to the man who wants
to acquire it, is the toil and trouble of acquiring it.

Adam Smith

Agraïments

En primer lloc i de manera molt especial vull agrair a la meva directora de tesi, la Doctora Helena Benito Mundet, el seu suport, consells, correccions i guia durant aquest temps, així com els seus ànims per seguir endavant.

A l'amiga la Doctora Anna Prats Puig per la seva paciència i ajuda en l'anàlisi de dades.

A la família Trias i molt especialment a Joaquim Trias Mas, propietaris de Trias Galetes-Biscuits SA, on fan les millors galetes del món, i amb qui vaig compartir a nivell professional la major part del temps que vaig estar treballant en la tesi, pel seu suport perquè continués formant-me, per ensenyar-me la importància de les pimes des de dins i que la qualitat humana i professional van de la mà.

A l'equip de Med Playa, que ha viscut els moments finals d'aquest treball i de qui he rebut suport i determinació per superar els reptes que se'm posessin al davant.

A la professora Elena Rondós, per la seva ajuda per poder contactar amb altres universitats europees i poder ampliar el rang i les fonts de la meva investigació.

A la Doctora Maria Àngels Farreras, qui en començar com a professor associat, em va impulsar a decidir-me a fer carrera investigadora.

En el vessant acadèmic també vull agrair als Doctors Miquel Carreras, Anna Garriga, Anna Panosa i Oriol Amat per la seva orientació en els primers passos per determinar el projecte inicial que va donar lloc a la tesina i que va ser el punt de partida per arribar fins aquí.

També a la resta de professors, PAS, així com alumnes que he tingut, de l'IES Montilivi, la Universitat de Girona, Universitat Pompeu Fabra, Universitat Oberta de Catalunya i del centre associat de la Universitat Nacional d'Educació a Distància (UNED) de Girona; qui amb la seva companyia, comentaris i actitud han suposat una font d'inspiració i motivació per a mi.

A la Banku Augstskola BA School of Business and Finance de Riga (Letònia) per tractar-me tan amablement i facilitar-me el poder treballar conjuntament amb ells.

A tots els meus amics i amigues, amb qui he adquirit, utilitzant terminologia adequada a aquest treball, un deute, pel temps que no els he pogut dedicar, que espero saldar aviat.

A Pili Surís, que espero que des d'on sigui senti ni que sigui una petita part de l'enorme orgull que sento jo, i tants altres, per haver estat alumne seu i haver tingut la possibilitat de conèixer-la. Sense ella, que em va fer obrir l'interès per la investigació i la docència, aquesta tesi i tantes altres coses no haguessin estat possibles.

I finalment, i no per això menys important, a la meva família, inclosos els que ja no hi són, que m'han ensenyat que la perseverança i l'esforç sempre tenen recompensa i sense els quals no hauria arribat fins aquí.

A tots, cordialment, moltes gràcies.

ÍNDICE

Índice de cuadros y gráficos.....	9
Tabla de abreviaciones.....	11
Resum.....	13
Resumen.....	15
Summary.....	17
1. Presentación.....	19
2. Objetivos e hipótesis.....	23
2.1 Objetivos.....	25
2.2 Hipótesis.....	26
3. Metodología.....	27
3.1 Pymes gerundenses.....	30
3.1.1 Análisis estadístico.....	31
3.2 Pymes catalanas.....	34
3.2.1 Análisis estadístico.....	34
4. La estructura financiera y las pymes.....	41
4.1 La estructura financiera.....	43
4.1.1 Factores determinantes de la estructura de capital.....	46
4.2 Las teorías sobre estructura de capital.....	47
4.2.1 Propuesta de Modigliani y Miller: teoría de la irrelevancia.....	49
4.2.2 La teoría del equilibrio estático.....	51
4.2.2.1 Estudios empíricos.....	55
4.2.3 La teoría de la jeraquía.....	56
4.2.3.1 Estudios empíricos.....	60
4.2.4 El Modelo del Ciclo de Crecimiento Financiero.....	61
4.2.5 La teoría de las señales.....	61
4.3 Las pymes.....	62
4.3.1 Factores determinantes de la estructura de capital de las pymes.....	66
4.3.2 La financiación de las pymes.....	68
4.3.2.1 El capital.....	68
4.3.2.2 Los beneficios.....	71
4.3.2.3 El exigible a corto plazo. El crédito comercial.....	71
4.3.2.4 Financiación bancaria o de terceros.....	72

4.3.2.5 La brecha de financiación de las pymes	73
4.3.3 Las pymes en España	75
4.4 El papel de la banca.....	79
4.4.1 La concentración bancaria.....	79
4.4.2 El papel de las relaciones bancarias	82
4.4.3 El caso de las pymes europeas	92
4.4.4 Las pymes españolas	96
5. Resultados y discusión	99
5.1 Pymes gerundenses	101
5.1.1 Financiación ajena.....	101
5.1.2 Financiación a corto plazo sobre el total de financiación ajena	106
5.1.3 Apalancamiento financiero.....	109
5.2 Pymes catalanas	113
5.2.1 Estructuras de balance de las pymes	113
5.2.2 Los fondos propios (el patrimonio neto)	114
5.2.2.1 El capital.....	114
5.2.2.2 Los beneficios	118
5.2.2.3 Los fondos propios sobre el total del patrimonio neto y el pasivo	122
5.2.2.4 Los resultados y su papel en los fondos propios	127
5.2.3 Los fondos ajenos (pasivo).....	129
5.2.3.1 La financiación ajena	129
5.2.3.2 Deuda financiera	134
5.2.3.3 Ratios de endeudamiento.....	138
5.2.3.3.1 Deuda total / Patrimonio neto y pasivo	138
5.2.3.3.2 Deuda total / Patrimonio neto.....	142
5.2.4 El apalancamiento financiero	146
6. Conclusiones	151
6.1 Conclusiones en relación a las estructuras financieras y las pymes de la provincia de Girona.....	154
6.2 Conclusiones en relación a las estructuras financieras y las pymes de Catalunya	156
6.3 Conclusiones generales	158
6.4 Futuras líneas de investigación	160
7. Bibliografía	161

ÍNDICE DE CUADROS Y GRÁFICOS

CUADROS

CUADRO 1: Muestra de estudio y muestra original, por sectores.....	32
CUADRO 2: Número de empresas por CNAE del estudio.....	39
CUADRO 3: Número de empresas por nivel de facturación.....	40
CUADRO 4: Número de empresas por empleados.....	40
CUADRO 5: Financiación ajena por sectores, 2007-2009.....	103
CUADRO 6: Financiación a corto plazo por sectores, 2007-2009.....	107
CUADRO 7: Apalancamiento financiero por sectores, 2007-2009.....	110
CUADRO 8: Resultado del ejercicio (en miles de euros), 2007-2009.....	110
CUADRO 9: Estructura del activo, 2008-2010.....	113
CUADRO 10: Estructura del patrimonio neto y pasivo, 2008-2010.....	113
CUADRO 11: Capital (en miles de euros), 2008-2010.....	114
CUADRO 12: Capital por sectores (en miles de euros), 2008-2010.....	115
CUADRO 13: Capital por ingresos de explotación (en miles de euros), 2008-2010.....	117
CUADRO 14: Capital por número de empleados (en miles de euros), 2008-2010.....	117
CUADRO 15: Resultado de explotación (en miles de euros), 2008-2010.....	118
CUADRO 16: Resultado de explotación por sectores (en miles de euros), 2008-2010.....	119
CUADRO 17: Resultado de explotación por ingresos de explotación (en miles de euros), 2008- 2010.....	121
CUADRO 18: Resultado de explotación por número de empleados (en miles de euros), 2008-2010.....	121
CUADRO 19: Fondos propios sobre el total del patrimonio neto y pasivo, 2008-2010.....	122
CUADRO 20: Patrimonio neto sobre el total del patrimonio neto y pasivo por sectores, 2008- 2010.....	123
CUADRO 21: Patrimonio neto sobre el total del patrimonio neto y pasivo por ingresos de explotación, 2008-2010.....	125
CUADRO 22: Patrimonio neto sobre total patrimonio neto y pasivo por número de empleados, 2008-2010.....	127
CUADRO 23: Financiación ajena (en miles de euros), 2008-2010.....	129
CUADRO 24: Financiación ajena por sector (en miles de euros), 2008-2010.....	131
CUADRO 25: Financiación ajena por ingresos de explotación (en miles de euros), 2008-2010.....	132
CUADRO 26: Financiación ajena por número de empleados (en miles de euros), 2008-2010.....	133

CUADRO 27: Exigible a corto plazo (en miles de euros), 2008-2010.....	134
CUADRO 28: Análisis explorativo de la deuda financiera, 2008-2010.....	135
CUADRO 29: Resultado financiero (en miles de euros), 2008-2010.....	135
CUADRO 30: Deuda financiera por sectores, 2008-2010.....	137
CUADRO 31: Ratios de endeudamiento, 2008-2010.....	138
CUADRO 32: Deuda total por el total del patrimonio neto y el pasivo por sectores, 2008-2010.....	139
CUADRO 33: Deuda total dividida por el patrimonio neto y el pasivo por ingresos de explotación, 2008-2010.....	141
CUADRO 34: Deuda total dividida por el patrimonio neto y el pasivo por número de empleados, 2008-2010.....	142
CUADRO 35: Deuda total sobre fondos propios por sectores, 2008-2010.....	143
CUADRO 36: Deuda total sobre fondos propios por ingresos de explotación, 2008-2010.....	145
CUADRO 37: Deuda total sobre fondos propios por número de empleados, 2008-2010.....	145
CUADRO 38: Apalancamiento, 2008-2010.....	146
CUADRO 39: Correlación entre apalancamiento y el BAIT, 2008-2010.....	146
CUADRO 40: Apalancamiento por sectores, 2008-2010.....	147
CUADRO 41: Apalancamiento por ingresos de explotación, 2008-2010.....	148
CUADRO 42: Apalancamiento por número de empleados, 2008-2010.....	149

GRÁFICOS

GRÁFICO 1: Valores atípicos para la variable fondos propios, 2010.....	35
GRÁFICO 2: Valores atípicos para la variable fondos propios, 2009.....	36
GRÁFICO 3: Valores atípicos para la variable resultado, 2010.....	37
GRÁFICO 4: Financiación ajena respecto al total del pasivo, 2007.....	101
GRÁFICO 5: Financiación ajena respecto al total del pasivo, 2008.....	102
GRÁFICO 6: Financiación ajena respecto al total del pasivo, 2009.....	102
GRÁFICO 7: Comparativas por sectores, 2007 (financiación ajena).....	104
GRÁFICO 8: Comparativas por sectores, 2008 (financiación ajena).....	104
GRÁFICO 9: Comparativas por sectores, 2009 (financiación ajena).....	105
GRÁFICO 10: Comparativa por sectores, 2007 (financiación a corto plazo).....	108
GRÁFICO 11: Comparativa por sectores, 2008 (financiación a corto plazo).....	108
GRÁFICO 12: Comparativa por sectores, 2009 (financiación a corto plazo).....	109
GRÁFICO 13: Relación entre resultado de explotación 2009 y fondos propios del 2010.....	128
GRÁFICO 14: Relación entre resultado de explotación 2008 y fondos propios del 2009.....	128
GRÁFICO 15: Relación entre resultado de explotación 2007 y fondos propios del 2008.....	129

TABLA DE ABREVIACIONES

BAI: Beneficio antes de impuestos

BAIT: Beneficio antes de intereses e impuestos

BCE: Banco Central Europeo

CNAE: Clasificación Nacional de Actividades Económicas

Pymes: Pequeñas y medianas empresas

ROE: Return on Equity (Rentabilidad sobre recursos propios)

SME: Small and medium enterprises

VAN: Valor actual neto

UEM: Unión Monetaria Europea

Resum

Des de fa dècades l'estudi de les finances empresarials s'ha articulat al voltant de com les unitats econòmiques, principalment les empreses, defineixen i articulen les seves fonts de finançament. El context econòmic actual, de recessió econòmica i estancament, ha donat més relleu a l'aspecte financer i les decisions que es prenen perquè les empreses assegurin el seu funcionament i els seus projectes de futur.

En aquesta investigació s'analitza l'estructura financera de les empreses a nivell general per, posteriorment, estudiar els factors que la determinen tenint en compte la visió més interna de l'empresa, amb les respectives teories al respecte, i analitzant el context econòmic també com un aspecte clau, i preponderant, en la definició d'aquestes estructures.

Les empreses analitzades es divideixen en dos estudis, un previ de PIMES de les empreses gironines per als anys 2007, 2008 i 2009 que constitueix una primera aproximació al problema. Posteriorment s'amplia la base de dades a totes les pimes catalanes i als anys 2008, 2009 i 2010.

Es conclou que les empreses durant aquests anys han reduït el seu endeutament i reforçat els seus fons propis a nivell general, més per necessitat a causa del context econòmic i de les restriccions creditícies, que per una decisió racional de l'empresa.

S'han observat diferències entre les empreses més petites, amb més problemes de finançament i amb menor palanquejament, i les més grans, amb major preferència, i alhora, facilitat pel finançament aliè. Així mateix, en determinats sectors, sobretot el vinculat a la construcció, han tingut un ajust més gran que la resta.

Resumen

Desde hace décadas el estudio de las finanzas empresariales se ha articulado en torno a cómo las unidades económicas, principalmente las empresas, definen y articulan sus fuentes de financiación. El contexto económico actual, de recesión económica y estancamiento, ha dado más relieve al aspecto financiero y las decisiones que se toman para que las empresas aseguren su funcionamiento y sus proyectos de futuro.

En esta investigación se analiza la estructura financiera de las empresas a nivel general para, posteriormente, estudiar los factores que la determinan teniendo en cuenta la visión más interna de la empresa, con las respectivas teorías al respecto, y analizando el contexto económico también como un aspecto clave, y preponderante, en la definición de estas estructuras.

Las empresas analizadas se dividen en dos estudios, uno previo de PYMES de las empresas gerundenses para los años 2007, 2008 y 2009 que constituye una primera aproximación al problema. Posteriormente se amplía la base de datos a todas las pymes catalanas y los años 2008, 2009 y 2010.

Se concluye que las empresas durante estos años han reducido su endeudamiento y reforzado sus fondos propios a nivel general, más por necesidad debido al contexto económico y a las restricciones crediticias, que por una decisión racional de la empresa.

Se han observado diferencias entre las empresas más pequeñas, con más problemas de financiación y con menor apalancamiento, y las más grandes, con mayor preferencia, y al mismo tiempo, facilidades para obtener financiación ajena. Asimismo, en determinados sectores, sobre todo el vinculado a la construcción, han tenido un ajuste mayor que el resto.

Summary

For decades the study of corporate finance is structured around economic units, mainly companies, define and articulate their sources of funding. The current economic climate, economic recession and stagnation, has given more emphasis on the financial aspect and the decisions made by companies to ensure their operation and their future projects.

This research analyses the financial structure of companies in general, and subsequently, to study the factors that determine taking into account the internal vision of the company, with respect to the respective theories, and analysing the economic context also as a key aspect and preponderant in the definition of these structures.

The companies analysed are divided into two studies, a preliminary study of Girona SMEs for 2007, 2008 and 2009 constitutes a first approach to the problem. The database was later expanded to all Catalan SMEs and 2008, 2009 and 2010.

It concludes that companies in recent years have reduced their debt and strengthened their equity in general, due to the need for more economic and credit restrictions than a rational business decision.

Differences were observed among smaller companies with more financial problems and less leverage, and the largest, most preferably at the same time, facilitated by external funding. Also, in certain sectors, especially related to construction, have had a bigger adjustment than the others.

1. Presentación

Desde hace décadas el estudio de las finanzas empresariales se ha articulado alrededor de cómo las unidades económicas, principalmente las empresas, definen y estructuran sus fuentes de financiación.

El contexto económico actual, de recesión económica y estancamiento, ha dado más relieve al aspecto financiero y a las decisiones que toman las empresas para asegurar su funcionamiento y sus proyectos de futuro.

Son diversas las publicaciones existentes que tratan este tema desde diferentes perspectivas, aunque estos trabajos se basan principalmente en las grandes empresas y se sitúan en un contexto económico muy diferente al actual.

En un momento de profunda crisis, la importancia de las pymes ha quedado remarcada, más teniendo en cuenta su relación con el territorio y con el nivel de la tasa de ocupación y desarrollo económico del mismo. Ello explica, en gran medida, la motivación para realizar el presente estudio; ante un contexto cambiante ver hasta qué punto las consideraciones teóricas sobre el comportamiento de las estructuras financieras se pueden aplicar a las pequeñas y medianas empresas y aislar del contexto general de crisis económica.

La ausencia de trabajos de análisis financiero centrados en las pequeñas y medianas empresas y en un contexto de depresión económica justifica el trabajo de investigación que se presenta, que contiene un apartado teórico que se complementa con un estudio empírico en el que se analiza la evolución de las pymes catalanas durante los primeros años del período recesivo, que va desde el 2007 al 2010.

El presente trabajo recoge el desarrollo de la investigación que se ha llevado a cabo. En primer lugar, en el apartado 2, se presentan los objetivos planteados a nivel local de la provincia de Girona y a nivel regional de la comunidad autónoma catalana. En el mismo apartado se enumeran las hipótesis

que nos permitirán determinar el nivel de adecuación de la estructura financiera de las pymes al contexto económico actual y el grado de cumplimiento de las teorías financieras en el caso de las PYMES.

Seguidamente, en el apartado 3, se detalla la metodología seguida en el desarrollo de esta investigación, por un lado en el estudio de las teorías financieras y, por otro, en los estudios empíricos desarrollados en un primer momento a nivel de las pymes de la provincia de Girona y, en un estudio posterior, a nivel de las pymes de Catalunya.

Posteriormente, en el apartado 4 titulado la estructura financiera y las pymes se analiza la estructura financiera de las empresas a nivel general y teórico. A pesar de la ausencia de bibliografía específica se ha considerado conveniente hacer un profundo repaso a la literatura existente y aplicarla al contexto económico actual y a las pequeñas y medianas empresas (pymes, SMEs en inglés), que conforman la gran mayoría del tejido empresarial europeo. Desde la visión más interna de la empresa, con las respectivas teorías al respecto, y otra teniendo en cuenta el contexto económico y factores exógenos a las pymes pero que tienen un efecto directo en ellas, como es el caso de la importancia de la relación de éstas con el sector bancario.

A continuación, en el apartado 5, los resultados del estudio empírico, basado en las pymes de Girona y de Cataluña. Se trata, por tanto, de dos estudios empíricos complementarios, uno previo de pymes de las empresas gerundenses para los años 2007, 2008 y 2009, y el segundo, realizado con posterioridad, donde se amplía la base de datos a todas las pymes catalanas y para los años 2008, 2009 y 2010.

Finalmente, se presentan las conclusiones del trabajo, que permiten determinar el grado de cumplimiento de las hipótesis planteadas, y en el apartado 7 la bibliografía utilizada.

2. Objetivos e hipótesis

2.1 Objetivos

El objetivo principal de esta tesis es investigar la estructura financiera de las empresas pequeñas y medianas de Girona y, a nivel más global, de Cataluña identificar factores determinantes, así como sus cambios, en un período de recesión. Todo ello, a través del estudio de los fondos bibliográficos existentes que tratan las estructuras de capital y con un análisis empírico, descriptivo y econométrico basado en las cuentas anuales de las pymes de las zonas anteriormente nombradas.

Este objetivo se pretende conseguir siguiendo los pasos siguientes:

1. Revisar las principales teorías financieras sobre la estructura de capital, así, como el papel de las pymes y su especificidad a través de la literatura ya existente.
2. Comprobar el cumplimiento de los postulados teóricos a las empresas pymes situadas en la provincia de Girona, y para aquellos sectores que se han considerado más importantes, ya sea a nivel de incidencia económica actual o histórica.
3. Presentar evidencia empírica de la evolución de la estructura de capital de las pymes catalanas y de la adecuación de las mismas a la situación económica, como factor determinante de las mismas.

2.2 Hipótesis

Para alcanzar el objetivo principal de explicar los condicionantes que afectan a la estructura de capital de las pymes se formulan las siguientes hipótesis:

1. El peso de la composición del capital de las pymes, mayormente de carácter familiar, las predispone a la teoría del orden jerárquico.
2. La restricción crediticia de los años analizados ha reducido el endeudamiento de las empresas.
3. Relacionado con la anterior, la bancarización de la deuda de las pymes las hace más débiles en el contexto económico actual.
4. Las empresas se encuentran en un proceso de ajuste de los fondos de financiación ajenos, por una progresiva sustitución de endeudamiento por incremento de fondos propios.
5. Las empresas más pequeñas, con menos empleados y ventas, han visto reducido su endeudamiento en mayor medida que las más grandes, al tener menos facilidad de acceso a los mercados.

3. Metodología

La metodología seguida en el desarrollo de la investigación consta de tres fases diferenciadas, una primera dedicada al estudio teórico y bibliográfico, una segunda que constituyen los estudios empíricos, y una tercera en la que, a partir de la teoría estudiada y los datos reales analizados, se han podido contrastar las hipótesis planteadas y llegar a la diferentes conclusiones.

En la primera fase, se ha hecho una profunda investigación bibliográfica sobre las teorías de capital, se han analizado los estudios hechos hasta la fecha sobre estas teorías, destacando las principales aportaciones y limitaciones. Así como la relación de estas teorías con las pymes.

Se han tomado referencias bibliográficas europeas y americanas, sobretodo de las últimas décadas del siglo XX y de esta primera década del siglo XXI. Referencias anteriores a esta época son pocas, debido al hecho de tratarse de un estudio relativamente reciente, marcando un antes y un después, las aportaciones de Miller y Modigliani el 1958.

En el estudio bibliográfico se ha querido marcar el contexto, no sólo relacionado con las empresas, la estructura financiera y sus teorías sino también en el entorno económico actual y considerando la importancia del sector bancario y el efecto de su política crediticia en las pymes, sobre todo en el mundo occidental y, más concretamente, en el europeo.

La segunda fase, la del estudio empírico, se ha dividido en dos secciones que temporalmente se han analizado de manera sucesiva: pymes gerundenses para los años 2007, 2008 y 2009 y las pymes catalanas para los años 2008, 2009 y 2010. Seguidamente se pasa a detallar la metodología seguida en el desarrollo de cada una de estas secciones.

3.1 Pymes gerundenses

La primera parte del estudio empírico consistió en el análisis de pymes gerundenses de manera sectorializada. Para su realización se partió de los datos ofrecidos por el Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (Sabi) para las cuentas anuales cerradas a finales de diciembre de los años 2007, 2008 y 2009, balances disponibles en la fecha 7 de marzo del 2011.

Siguiendo la numeración del CNAE 2009 se analizaron de manera agregada los sectores económicamente más relevantes de la zona en base a su facturación e incidencia en la ocupación:

- Actividades relacionadas con la agricultura, la ganadería y la pesca (CNAE 1, 2 y 3).
- Industria de la alimentación y bebidas (CNAE 10 y 11).
- Sector textil y relacionado (CNAE 13, 14 Y 15).
- Actividades de la construcción e ingeniería relacionada (CNAE 41, 42, 43).
- Actividades de servicios y anexas a la construcción (CNAE 31, 68, 71, 77 y 81).
- Comercio al por mayor (CNAE 46).
- Comercio al por menor (CNAE 47).
- Alojamiento y restauración (CNAE 55 y 56).

Por otro lado, la selección de empresas se llevó a cabo a partir de los criterios siguientes:

1. Domicilio social en Girona.
2. Actividad.
3. Los criterios que caracterizan las PYMES, excluyendo aquellas empresas con 0 o 1 empleado, es decir: empresas que dispusieran de un mínimo de 2

trabajadores y un máximo de 250, cifra de facturación no superior a los 50 millones de euros, y que el activo no excediera los 43 millones de euros.¹

Las empresas de la muestra debían cumplir al menos dos de los requisitos del criterio 3 durante todo el período objeto de estudio, para dar más estabilidad a la variable dimensión pyme, y excluyendo las que variaron de categoría empresarial durante el período estudiado. Una vez excluidas las empresas que no cumplían esta premisa, la muestra total de empresas estudiadas ha sido de 4.757.

De manera sectorializada por nivel de actividad según el código CNAE 2009, las empresas estaban incluidas en los siguientes epígrafes:

- Actividades relacionadas con la agricultura, la ganadería y la pesca: 139 empresas.
- Industria de la alimentación y bebidas: 198 empresas.
- Sector textil y relacionado: 73 empresas.
- Actividades de la construcción e ingeniería relacionada: 1.563 empresas.
- Actividades de servicios y anexas a la construcción: 813 empresas.
- Comercio al por menor: 651 empresas.
- Comercio al por mayor: 823 empresas.
- Alojamiento y restauración: 497 empresas.

3.1.1 Análisis estadístico

A partir de los datos obtenidos se realizó un primer análisis para perfilar la muestra eliminando aquellas empresas que, por razones diversas causaban distorsiones, por presentar valores atípicos. Una vez perfilada la muestra, se procedió al cálculo de los indicadores específicos para proceder al estudio de las estructuras financieras (detallados más adelante en este apartado) y al análisis de datos a través del programa estadístico SPSS (versión 12.0).

¹ Los criterios de empleados, facturación y balance vienen definidos por la Recomendación de la Comisión a 6 de mayo de 2003 en el Diario Oficial de la Unión Europea.

Partiendo, pues, de las 4.757 empresas seleccionadas inicialmente se observaron diferentes outliers que alteraban la muestra de manera significativa. A estos había que añadir aquellos valores "perdidos" como consecuencia de la falta de datos del propio sistema (ceros en las masas patrimoniales). Una vez excluidas todas estas empresas, la muestra final de estudio quedó en 4.449 empresas.

CUADRO 1: Muestra de estudio y muestra original, por sectores

	Empresas muestra estudio	Empresas muestra original	Merma
Agricultura, ganadería y pesca	132	139	-7 (-5%)
Alimentación y bebidas	187	198	-11 (-5,5%)
Alojamiento y restauración	447	497	-50 (-10%)
Anexo a la construcción	691	823	-132 (-16%)
Comercio al por mayor	797	813	-16 (-1,9%)
Comercio al por menor	626	651	-25 (-3,8%)
Construcción	1503	1563	-60 (-3,8%)
Textil	66	73	-7 (-9,5%)

Como se puede ver en el cuadro 1, donde se observa la merma por cada agrupación de sectores respecto a la muestra original. Destaca sobre todo la mala calidad de datos de los sectores Anexos a la construcción, donde la presencia de valores atípicos e incompletos representaba el 16,03% de la muestra inicial de este sector.

Para realizar el análisis de la situación financiera de estas empresas se consideraron los siguientes indicadores:

- Relación recursos ajenos (pasivo) sobre el total del patrimonio neto y pasivo.
- Relación recursos ajenos a corto plazo (pasivo corriente) sobre el total de recursos ajenos (total del pasivo).

- Apalancamiento financiero, que relaciona endeudamiento con el activo y el resultado de la empresa. Para su cálculo se consideraron los fondos propios, el total de activo, el beneficio antes de impuestos y los beneficios antes de intereses e impuestos². Al calcular este último indicador para el total de la muestra, se observó que su valor se disparó con valores extremos para una parte importante de las empresas. Es por ello que se consideraron como valores de referencia aceptables un apalancamiento entre 10 y -10. Así pues, del total de la muestra base de 4499, una vez descartados los valores que quedaban fuera de los índices de referencia, quedó una muestra válida de 3.176 empresas.

Una vez definidas la muestra y las variables a estudiar, se realizó el análisis descriptivo de los indicadores, que se recogen en el apartado 5.

Finalmente, comentar que se transformaron matemáticamente las variables cuantitativas que no siguieron una distribución normal. Para poder comparar los diferentes sectores mediante los indicadores Sidak y Tamhane, se aplicaron logaritmos para hacer la muestra normal.

² Amat, O. (2008). *Análisis de estados financieros*. Colección Contabilidad y Finanzas. Gestión 2000.

3.2 Pymes catalanas

En la segunda fase, se amplió la base de datos a toda Cataluña, a partir de los datos del Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (Sabi) en fecha 30 de octubre de 2012 y para las cuentas anuales cerradas de los años 2008, 2009 y 2010³. La poca presencia en esa fecha de datos del 2011, hizo que no se considerara incluir los datos de ese año en el análisis.

Los criterios utilizados en la selección de empresas fueron aquellos que caracterizan a las pymes y que ya fueron utilizados en la primera fase de estudio empírico⁴.

La base de datos resultante estaba inicialmente compuesta por 86.725 empresas pymes de Catalunya de todos los sectores.

3.2.1 Análisis estadístico

En primer lugar, se analizaron las variables consideradas maestras para corregir los desequilibrios de la muestra que contenía valores atípicos. Para ello se procedió a una primera filtración de datos para conseguir una muestra homogénea, basándose en las variables Fondos propios y Resultado de explotación, por la importancia de ambas en los cálculos posteriores.

³ Los años analizados en esta parte del estudio empírico no coinciden exactamente con los del apartado anterior. Por un lado, en el momento de la obtención de la muestra, se disponía de datos más recientes y se consideró incluirlos en el estudio. Por otro lado, la gran cantidad de dato que debían manejarse y las limitaciones de los sistemas utilizados aconsejaban acotar el período analizado a tres años, por lo que finalmente se incluyeron en el estudio los datos correspondientes a los años 2008, 2009 y 2010.

⁴ Empresas que dispusieran de un mínimo de dos trabajadores y un máximo de 250, una cifra de facturación no superior de 50 millones de euros y un activo que no excediera los 43 millones de euros.

- Fondos propios

Se observó mediante gráficos los valores atípicos para proceder luego a filtrar la muestra. Tal y como se observa en los gráficos 1 y 2 en los diagramas de caja observamos una serie de empresas que se sitúan lejos de la parte media.

GRÁFICO 1: Valores atípicos para la variable fondos propios, 2010

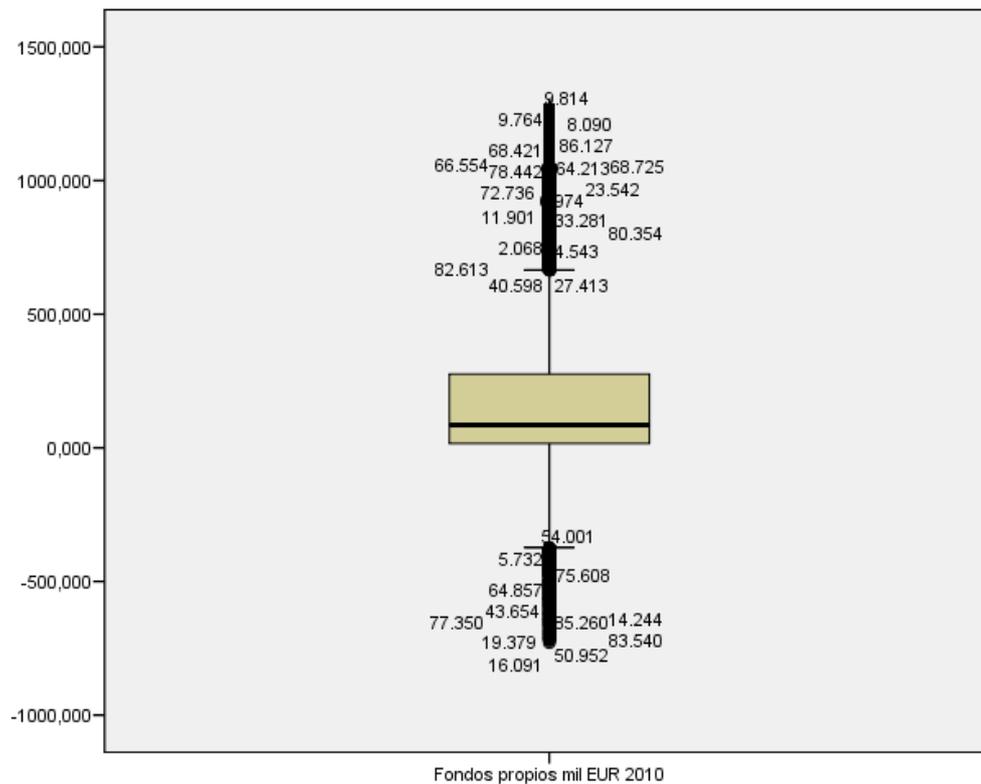
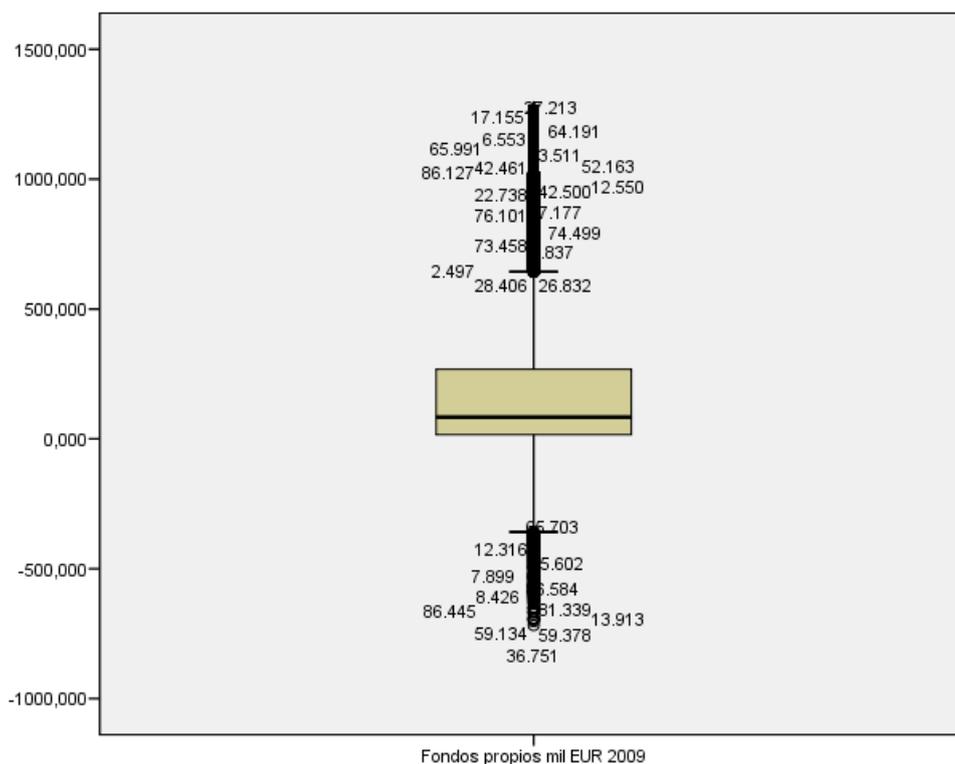


GRÁFICO 2: Valores atípicos para la variable fondos propios, 2009

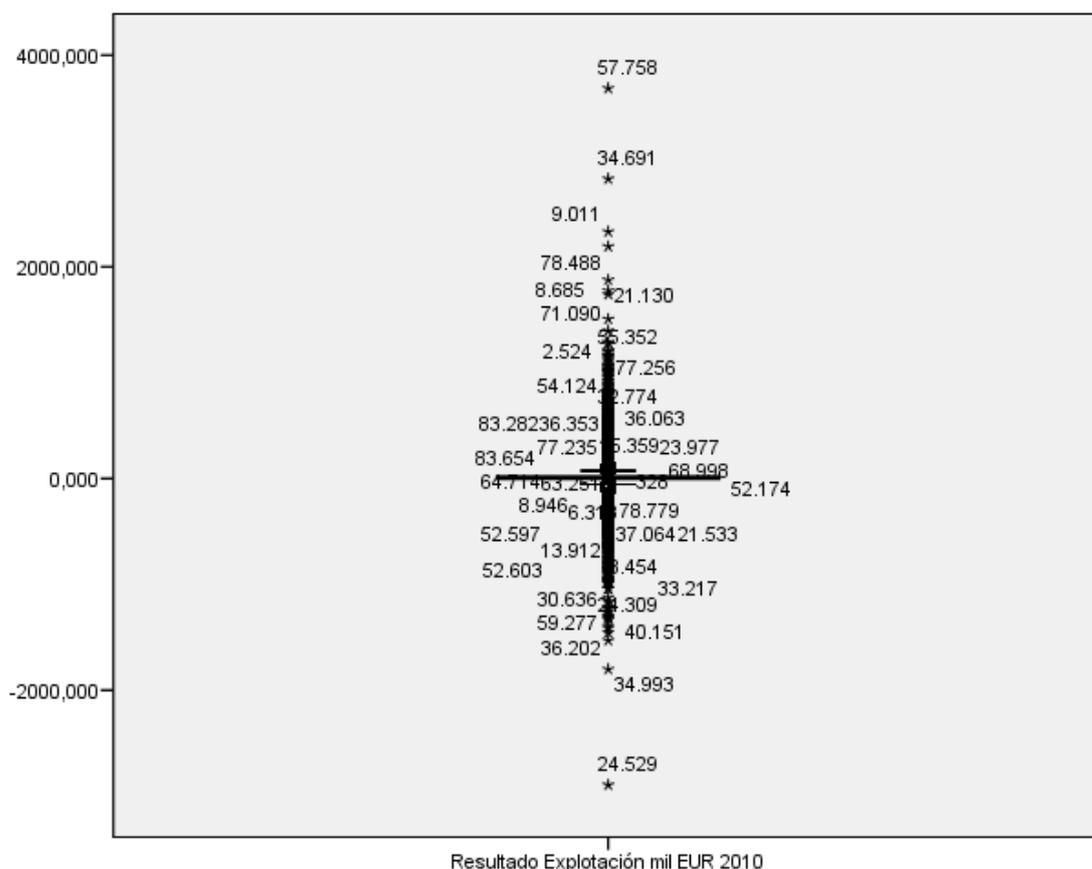


Terminado el proceso de filtrado de datos, eliminado los valores atípicos, la muestra resultante se redujo a 71.069 empresas.

- Resultado de explotación

Analizando la variable del resultado de explotación partiendo de la muestra de 71.069 empresas, que quedaron en la fase anterior, se pasó a 71.035 empresas perdiéndose 34 valores por falta de datos. La distribución era normal, pero también presentaba valores atípicos, cómo se observa en el gráfico 3.

GRÁFICO 3: Valores atípicos para la variable resultado, 2010



Este proceso, realizado inicialmente para los datos del año 2010, se repitió para los años 2009 y 2008, con el objetivo de conseguir una muestra homogénea para todo el período estudiado y quedando una muestra final de 70.236 empresas.

Para realizar el análisis de la situación financiera de estas empresas, teniendo en cuenta el factor tamaño y el sector, se consideraron los siguientes indicadores:

- Evolución del capital.
- Evolución del resultado.
- Evolución de los fondos propios (patrimonio neto) sobre el total del patrimonio neto y pasivo.
- Deuda financiera. El análisis concreto de esta variable se llevó a cabo con una merma importante de la muestra general debido a la falta de datos, con lo cual su análisis sólo se ha podido realizar sobre una muestra de

20.698 empresas. Así, para esta variable, no se realizó la segmentación de datos ya que la mayoría de las empresas más pequeñas y con menor número de empleados no lo tenían informado.

- Evolución del endeudamiento. Aquí se tuvieron en cuenta dos ratios de endeudamiento: por un lado fondos ajenos(pasivo)/total patrimonio neto y pasivo y, por otro, fondos ajenos(pasivo)/fondos propios(patrimonio neto)⁵.
- Apalancamiento financiero, que relaciona endeudamiento con el activo y el resultado de la empresa.

Dado que la muestra final tenía considerables dimensiones lo que dificultaba el tratamiento de datos por el programa estadístico, se optó por realizar el estudio de los citados indicadores por sectores para un análisis más concreto. Así pues, la muestra de empresas estudiada quedó agrupada en 589 códigos de CNAE, de los cuales 552 códigos tenían menos de 400 empresas. Es por ello que al realizar el estudio por sectores sólo se tuvieron en cuenta los 37 códigos restantes, que concentraban 36.949 empresas (más del 52 % de la muestra final) con la siguiente distribución:

⁵ Amat, O. (2008). *Análisis de estados financieros*. Colección Contabilidad y Finanzas. Gestión 2000.

CUADRO 2: Número de empresas por CNAE del estudio

CNAE	Actividad / sector	Empresas
4511	Venta de automóviles y vehículos de motor ligeros	405
4778	Otro comercio al por menor de artículos nuevos en establecimientos especializados	416
5510	Hoteles y alojamientos similares	430
6622	Actividades de agentes y corredores de seguros	433
9602	Peluquería y otros tratamientos de belleza	446
4332	Instalación de carpintería	447
8299	Otras actividades de apoyo a las empresas n.c.o.p.	465
4673	Comercio al por mayor de madera, materiales de construcción y aparatos sanitarios	487
4669	Comercio al por mayor de otra maquinaria y equipo	490
7911	Actividades de las agencias de viajes	497
6910	Actividades jurídicas	499
4329	Otras instalaciones en obras de construcción	511
7111	Servicios técnicos de arquitectura	519
4771	Comercio al por menor de prendas de vestir en establecimientos especializados	546
5630	Establecimientos de bebidas	556
6209	Otros servicios relacionados con las tecnologías de la información y la informática	565
6810	Compraventa de bienes inmobiliarios por cuenta propia	635
4619	Intermediarios del comercio de productos diversos	643
4399	Otras actividades de construcción especializada n.c.o.p.	667
1812	Otras actividades de impresión y artes gráficas	706
6832	Gestión y administración de la propiedad inmobiliaria	727
4759	Comercio al por menor de muebles, aparatos de iluminación y otros artículos de uso doméstico en establecimientos especializados	728
7311	Agencias de publicidad	735
2512	Fabricación de carpintería metálica	756
7490	Otras actividades profesionales, científicas y técnicas n.c.o.p.	828
4322	Fontanería, instalaciones de sistemas de calefacción y aire acondicionado	877
7112	Servicios técnicos de ingeniería y otras actividades relacionadas con el asesoramiento técnico	894
7022	Otras actividades de consultoría de gestión empresarial	933
4690	Comercio al por mayor no especializado	941
4520	Mantenimiento y reparación de vehículos de motor	1.178
4941	Transporte de mercancías por carretera	1.303
4321	Instalaciones eléctricas	1.664
6920	Actividades de contabilidad, teneduría de libros, auditoría y asesoría fiscal	1.774
5610	Restaurantes y puestos de comidas	2.280
4110	Promoción inmobiliaria	2.883
4121	Construcción de edificios residenciales	3.354
6820	Alquiler de bienes inmobiliarios por cuenta propia	4.731

Por otro lado, se realizó una segmentación de la muestra por cifra de facturación. Aquellas empresas que en el último año del estudio (2010) tuvieran menos de 1.000.000 de euros de ingresos netos, las situadas entre 1.000.000 y 5.000.000 € y finalmente aquellas que facturaron más de 5.000.000 €. Al faltar información en el SABI al hacer esta fragmentación se perdieron 206 empresas respecto a la muestra general utilizada para el estudio, quedando 70.030 empresas.

CUADRO 3: Número de empresas por nivel de facturación

Ingresos de explotación	Empresas
Menor de 1.000.000	58.976
De 1.000.001 a 5.000.000	10.208
Más de 5.000.001	846

Y, finalmente, se procedió a una última clasificación de la muestra según el número de trabajadores. Se agruparon por empresas con dos empleados o menos, de 3 a 50 empleados y más de 50.

CUADRO 4: Número de empresas por empleados

Empleados	Empresas
Menos de 2	21.486
De 3 a 50	35.499
Más de 50	418

Para todo el análisis estadístico se transformaron matemáticamente las variables cuantitativas que no siguieron una distribución normal y para descartar valores atípicos en el estudio de los indicadores, se consideraron las medianas porque se ven menos afectados que la media. Para la comparación entre indicadores se ha utilizado Pearson para valores paramétricos y Spearman para los no paramétricos.

4. La estructura financiera y las pymes

4.1 La estructura financiera

Para desarrollar sus actividades, las empresas requieren de la inversión en diferentes activos, fijos y circulantes. Para llevar a cabo este proceso inversor necesitan recursos financieros, también llamados fuentes de financiación.

En la empresa, por tanto, se distingue la estructura económica, que es aquella formada por los bienes y derechos de cobro, también llamada activo. Por otra parte, para financiarse, la empresa contrae una serie de obligaciones, también llamadas estructura financiera o la suma del patrimonio neto y pasivo.

En la literatura financiera se encuentran varios autores que han definido la estructura financiera de la siguiente manera:

- Cuervo (1973) identifica la estructura de capital con la composición del pasivo, la estructura de inversión con la composición del activo, y la estructura financiera como el resultado del análisis conjunto de ambas estructuras.
- Azofra (1987) considera que la estructura financiera es el resultado del estudio conjunto de los orígenes y aplicaciones de recursos utilizados por la empresa.
- Salas (1993) lo define como el reparto de fondos financieros entre deuda y recursos propios, tal como aparece en el patrimonio neto y pasivo del balance de situación de la empresa.
- Hall et al. (2000) dice que la estructura financiera es la financiación total provista por varios recursos de fondos, agrupados como capital propio, deuda a largo plazo y deuda a corto plazo.

Se podría decir, pues, que la estructura financiera expresa la composición del patrimonio neto y el pasivo que la empresa utiliza para financiar sus operaciones. Recoge, por tanto, los diferentes recursos financieros que en un momento dado están siendo utilizados por la entidad.

Según su origen se agrupan los recursos financieros en dos grandes categorías:

- Financiación propia o patrimonio neto.
- Financiación ajena o pasivo.

Dentro de la primera categoría, se encuentran aquellos fondos generados desde la propia empresa o que forman parte de la aportación de los socios en forma de capital. Aquí se incluyen las reservas, el resultado y el capital propio como partidas más destacables.

Sus principales características son:

- No es exigible por terceros.
- No existe en principio ninguna fecha de amortización preestablecida.
- Tiene un coste variable, difícil de valorar y diferente en función de cada tipo de fondo. En cuanto al capital propio, su coste dependerá de las expectativas de riesgo de los accionistas. Las reservas son una opción de cobertura ante el riesgo de insolvencia y que, por ello, tienen un coste de oportunidad.

En cambio, la financiación ajena, está formada por aquellos recursos que la empresa obtiene del exterior: financiación bancaria, de acreedores, hacienda, etc. Sus principales características son:

- Han sido cedidos -prestados- por terceros a la empresa de forma temporal, con la exigencia de devolución en fechas determinadas.
- Tienen fijado contractualmente cierta retribución periódica en forma de intereses. Además, el derecho de cobro de esta remuneración es independiente del resultado de explotación obtenido y, por ello, es preferible el pago de posibles retribuciones de los recursos propios.
- Estos costes, a diferencia de la financiación propia, tienen una deducción fiscal.
- Las entidades que aportan estos recursos no forman parte del grupo que toma las decisiones en el seno de la empresa, aunque sí las pueden condicionar.

Además de por el origen, las fuentes de financiación también se pueden clasificar según el tiempo durante el cual estos fondos están disponibles: corto plazo para fondos retornables a menos de un año (pasivo corriente) y largo plazo para los retornables a más de un año (pasivo no corriente).

Otra distinción se deriva de si esta financiación proviene de dentro de la empresa (interna), como sería el caso de las reservas o el resultado, o de fuera (externa), como emisión de nuevas acciones o las deudas con terceros.

El término estructura de capital es utilizado con frecuencia como sinónimo, es decir, para definir la manera en que las empresas financian sus activos. La estructura de capital de una firma es, pues, la composición o la estructura de sus responsabilidades.

La combinación entre la financiación ajena y propia responde no sólo a las necesidades o proyectos en curso, sino que también a una serie de limitaciones propias de cada entidad como son la capacidad de generación de recursos, la capacidad de apalancamiento, la situación de sostenibilidad financiera, o los objetivos de los accionistas. Se considera que la elección de una estructura financiera como objetivo fundamental debe garantizar los niveles necesarios de liquidez y conseguir la máxima valoración de la empresa. Pero no hay un modelo estándar, sino que hay diferentes teorías que intentan explicar los factores que determinan esta estructura.

4.1.1 Factores determinantes de la estructura de capital

Según Azofra (1987) los factores que determinan cómo es la estructura de capital de una empresa son:

1. Estructura de capital media del sector, medida a través del ratio capitales ajenos / capitales propios.
2. Crecimiento de los beneficios. El beneficio de la empresa es fuente de nuevos fondos internos y su evolución condiciona la aportación de fondos externos.
3. Política de retención, es decir, los beneficios retenidos.
4. Crecimiento de la empresa.
5. Riesgo financiero; riesgo de insolvencia, unido a los importes del cash-flow y, indirectamente, al beneficio.
6. Variación del precio de las acciones: un incremento continuo del valor de las acciones crea expectativas favorables respecto al coste de capital propio en comparación con el de la financiación ajena.
7. Coste directo del capital propio medido como la proporción dividendos entre capitales propios.
8. Coste del capital ajeno, es decir, los gastos financieros respecto a los fondos ajenos.
9. Índice de inflación. Una situación de inflación sostenida es favorable al endeudamiento, ya que en términos reales se irá reduciendo el coste y valor de la deuda.
10. Tamaño de la empresa.

4.2 Las teorías sobre estructura de capital

Desde que Modigliani y Miller en 1958 declararon su proposición de irrelevancia, el estudio sobre teorías de la estructura de capital ha despertado el interés de estudiosos de todo el mundo. La existencia o no de una estructura de capital óptima ha sido un tema recurrente de investigación en el mundo de las finanzas empresariales.

La tesis tradicional sobre la estructura financiera defendía la existencia de una combinación óptima de deuda-capital, que permitía llegar al mínimo coste de capital y maximizar valor de mercado de la empresa.

Modigliani y Miller (1958 y 1963) ofrecieron nuevos enfoques al respecto. Propusieron que ante mercados de capitales perfectos, donde se puede prestar y pedir prestado al tipo de interés libre de mercado, con ausencia de costes de quiebra y de impuestos, además de otras asunciones, el valor de una empresa endeudada sería el mismo que el de una empresa no endeudada. Concluyeron, pues, que lo que determina el valor de una empresa no es la manera como los flujos se reparten entre los diferentes proveedores de fondos, sino los flujos operativos de caja.

Demostraron que en un mundo sin fricciones, el apalancamiento financiero no está relacionado con el valor de la empresa. Pero en el mundo real, con los pagos de intereses deducibles de impuestos, el valor de las compañías y la estructura de capital están positivamente relacionados.

Miller (1977) completó el estudio original y añadió los impuestos en su análisis, llegando a demostrar que el uso óptimo de la deuda se produce en un nivel macro, pero no a nivel de empresa. El interés deducible en la empresa compensa el inversor.

Tal y como analizaron Hartfield et al. (1994), otros investigadores han añadido otras imperfecciones como factores determinantes de la estructura financiera, tales como los costes de agencia (Jensen y Meckling, 1976), los costes de quiebra (Baxter, 1967; Stiglitz, 1972, Kraus y Litzenberger, 1973, y Kim, 1978), y las ganancias por el ahorro de impuestos (De Angelo y Masulis, 1980).

El trabajo empírico de otros autores como Bradley, Jarrell y Kim (1984), Long y Malitz (1985) y Titman y Wessells (1985), apoya en gran medida la hipótesis de que los costes de quiebra o de agencia son determinantes del nivel de endeudamiento y de capital óptimos, así como del apalancamiento.

De Angelo y Masulis (1980) demostraron que las empresas cuentan con un escudo fiscal de la deuda, como, por ejemplo, la depreciación y la amortización, o bien los créditos fiscales a la inversión. El modelo de Angelo-Masulis implica que la estructura de una empresa de capital óptima será la de la industria similar, en parte debido a la evidencia de que los tipos impositivos varían en cada industria o sector, que tiene características intrínsecas.

Masulis (1983) aportó, además, que cuando las empresas que emiten deuda se mueven hacia la media del sector desde valores inferiores, el mercado reaccionará más positivamente que cuando la empresa se esté alejando de la media de la industria.

Pero, más allá de las consecuencias directas de la estructura financiera en la valoración de las empresas, también existen consecuencias indirectas ya recogidas por los autores anteriores.

En este sentido, Vendrell (2007) recogió que los factores como los costes de quiebra contrarrestan la deducibilidad fiscal y sus ventajas asociadas de los gastos financieros de la deuda en el impuesto de sociedades, y contribuyen a que existan ratios óptimos de endeudamiento. Aunque también debe considerarse la

existencia de conflictos de intereses entre proveedores de los fondos, directos y accionistas, que da un nuevo rol a la estructura de capital como forma de resolución de los mismos (Hartfield et al., 1994).

Teniendo en cuenta, pues, los conflictos de intereses, el aumento del nivel de endeudamiento se traduce en una mayor tensión de las relaciones entre los accionistas y los acreedores financieros, que a su vez se materializa con la aparición de costes de agencia. Además, Hartfield et al. (1994) consideraron que en función de si los directivos tienen o no participación en el capital de la empresa, pueden tener incentivos para dedicar parte de los recursos económicos de la empresa a buscar un provecho más inmediato (si no son accionistas) o bien uno a más largo plazo (si sí lo son), dando lugar a un conflicto de intereses.

En este sentido, y tras analizar la evolución histórica y teórica de las aportaciones al tema, se encuentran las teorías principales que articulan estos aspectos: la aportación de Modigliani y Miller, la teoría del equilibrio estático y la teoría de la clasificación jerárquica. Y una cuarta, la teoría de las señales, de menor importancia en este estudio porque se centra en las grandes corporaciones.

4.2.1 Propuesta de Modigliani y Miller: teoría de la irrelevancia

El extenso número de trabajos de investigación en el campo de la estructura de capital se aceleró después de 1958, cuando Merton Miller y Franco Modigliani publicaron su artículo seminal sobre la estructura de capital (Modigliani y Miller 1958)⁶.

En este trabajo se presentó lo que hoy se refiere a menudo como la proposición I, también conocida como la *Proposición de la irrelevancia*,

⁶ Modigliani, F.; Miller, Merton H. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. The American Economic Review, 68, 3.

que es considerada como la primera teoría real sobre la estructura de capital, aunque una idea similar fuera presentada por Williams (1938) 20 años antes.

Afirmaron que "El valor de mercado de cualquier empresa es independiente de su estructura de capital y de la capitalización de su rendimiento esperado a la tasa k apropiado para su sector"⁷. Entonces el valor de la empresa se calcula descontando los flujos de efectivo con la tasa de descuento apropiada, en función del riesgo operativo de la empresa.

De acuerdo con la teoría de la irrelevancia, la cantidad de deuda en relación con el capital sólo sirve para determinar la división sucesiva de flujos de efectivo entre los acreedores de deuda y los accionistas, y no afectan al valor agregado de la empresa. Consideraron que ante determinados supuestos, los inversores se mueven en diferentes niveles de apalancamiento, como por ejemplo, con préstamos a la tasa libre de riesgo. Dado que los inversores pueden encontrarse con que los accionistas puedan crear o deshacer el apalancamiento de la propia empresa, no deberían estar dispuestos a pagar una prima para las empresas con una estructura de capital específico, debido al posible arbitraje.

La propuesta de Modigliani y Miller se basa en que los mercados de capitales son perfectos, es decir, no hay impuestos, no hay costes de interrupción de negocio, etc. Por lo que hoy en día, esta teoría no tiene mucho sentido debido a los supuestos estrictos y poco realistas en los que se apoya. Pero la "la proposición de la irrelevancia" desencadenó una ola de investigación en que trataron de desarrollar pruebas en contra de este supuesto, defendiendo el postulado que la financiación realmente sí importa.

Posteriormente, y probablemente debido a las muchas críticas recibidas por los supuestos de su propuesta, Modigliani y Miller añadieron los impuestos a

⁷ Modigliani, F.; Miller, Merton H. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. The American Economic Review, 68, 3, 268.

la propuesta inicial (Modigliani y Miller, 1963). Se consideró que los intereses eran (y en la mayoría países hasta cierto punto aún lo son) deducibles de impuestos y por lo tanto esto disminuía el coste de financiación.

Así concluyen que cuando la deuda esté libre de riesgo y no haya un "contrapeso" en forma de aumento de costes debido al alto apalancamiento, se obtiene una estructura de capital óptima que consiste en el 100% de deuda.⁸

4.2.2 La teoría del equilibrio estático

Dada pues la consideración de las anteriores imperfecciones, es decir, la existencia del sistema impositivo, además de la posible aparición de dificultades financieras y de problemas de agencia, surge la teoría del equilibrio estático. Según ésta teoría, el equilibrio entre los costes de insolvencia financiera y los beneficios del ahorro impositivo por los intereses pagados por el endeudamiento, da lugar a una estructura de capital óptima que minimiza su coste, maximizando el valor de la empresa. Este equilibrio se conseguiría aumentando el nivel de endeudamiento hasta conseguir que los ahorros fiscales marginales sean compensados por los costes provocados por las dificultades financieras y de agencia marginales.

A diferencia del modelo de Modigliani y Miller, que parece indicar que las empresas deben contraer tanta deuda como les sea posible, la teoría del equilibrio estático evita el uso extremo del apalancamiento, y sólo admite la existencia de un índice de deuda óptimo (Taggart Jr., 1977; Marsh, 1982; Jalilvand y Harris, 1984). Tomando en consideración las ventajas e inconvenientes de las fuentes de financiación, la deuda es sustituida por recursos propios, o los recursos propios por deuda, hasta alcanzar la maximización del valor de la empresa (Myers, 1984).

⁸ Modigliani, F.; Miller, Merton H. (1963). *Taxes and the Cost of Capital: A correction*. The American Economic Review, 68, 3, 433-443.

Se debe considerar la importancia que esta teoría da a las dificultades financieras que pueden derivarse de un exceso de endeudamiento. Esta posibilidad hace disminuir el valor de la empresa debido a que los acreedores financieros, conscientes de la existencia de un mayor riesgo financiero, exigen una tasa de rentabilidad más alta que incluye una prima por los costes esperados de estas dificultades. Esto, a su vez, conlleva que el valor de mercado del capital propiedad de los accionistas también se reduzca, dado que los mismos soportan un mayor nivel de riesgo financiero (Hartfield et al., 1994).

La estructura óptima de capital se encontraría en el punto donde el incremento marginal de los costes asociados con el apalancamiento adicional compensa exactamente el beneficio marginal del aumento en el ahorro en impuestos debido al interés del apalancamiento adicional.

Tradicionalmente, cuando se habla de los costes asociados al apalancamiento, de forma explícita se refiere a los costes directos de la quiebra, a pesar de que el estudio de Warner (1977) mostró que los costes directos de la quiebra pueden ser insignificantes.

En varios estudios, entre los que destaca Altman (1984), se encontró evidencia, que los costes indirectos son mucho más importantes que los costes directos, lo que constituye una de las razones por las que sí se asocia estos costes con un alto nivel de apalancamiento.

Ejemplos de costes indirectos de quiebra en que se incurre por estar altamente apalancado podrían ser la pérdida de negocios o de oportunidades de inversión (Koller et al., 2005).

Myers (2001) argumenta que los costes de agencia son también una parte de los costes derivados de las dificultades financieras. Ésta es una importante

aportación a la teoría, que añade aún más contrapeso al escudo fiscal del interés, ayudando a justificar el endeudamiento moderado que suele observarse en los resultados empíricos.

Jensen y Meckling (1976) hablan de “el efecto del incentivo asociado con la deuda”⁹. Se refieren a que hay información asimétrica entre los acreedores y los accionistas. Los accionistas tienen un derecho residual sobre la empresa, mientras que los acreedores de deuda (si asumimos deuda no convertible y otras formas de capital como valores) tienen una recompensa prometida fija.

Si el gerente no actúa en interés de los accionistas, tendría un incentivo para transferir riqueza de los acreedores. Esto es posible a través del *riesgo de desplazamiento*, donde después de recibir financiación de la deuda condicionada a un determinado proyecto, la empresa lleva a cabo un proyecto diferente con una mayor volatilidad. Aunque el valor esperado del proyecto en su conjunto podría ser el mismo, los accionistas aumentarán su pago esperado debido a que tienen una oportunidad de obtener más ganancias, mientras que los acreedores de deuda verán como el valor de su demanda disminuye (Hartfield et al., 1994).

Los acreedores de deuda para reducir riesgo suelen exigir la deuda con contratos o compromisos de vigilancia para evitar este comportamiento de los accionistas que tienen el control final sobre la compañía. Dado que los costes asociados a los convenios de las deudas y en particular los dispositivos de vigilancia son materiales, directamente se traducirán en préstamos más caros para compensar los costes adicionales.

Por lo tanto el incentivo potencial entre algunos prestatarios de engañar a los prestadores, de manera efectiva, significa que todos los prestatarios (con

⁹ Jensen, Michael C; Meckling, William H. (1976) *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics, 4, 305-360.

buenas o malas intenciones) acabarán pagando más por sus préstamos que si tal conflicto de agencia no existiera entre los dos grupos de proveedores de capital.

Otra consecuencia de los contratos de deuda podría ser la restricción de los directivos en su capacidad para distribuir beneficios de la empresa entre los accionistas, porque al hacerlo, determinados ratios económicos clave podrían cambiar y con ello las condiciones de la deuda.

Además, se podría especificar que el endeudamiento adicional sólo es posible bajo ciertas condiciones o que más préstamos están prohibidos. Si se violan los pactos podría dar lugar al vencimiento de la totalidad del préstamo y, por tanto, la amenaza de dificultades financieras podría significar que la empresa debe pasar por alto oportunidades de inversión rentables.

Esto no es una consecuencia directa del coste financiero, pero sin duda supone un elevado coste en términos de pérdida de flexibilidad en que los gerentes están limitados a realizar ciertas acciones debido a los convenios.

En resumen, los costes de agencia hacen que el uso de la deuda sea menos atractivo.

El modelo permite calcular la mejor estructura de capital posible teniendo en cuenta los factores comentados anteriormente y supone implícitamente que todas las empresas han de tener siempre la estructura óptima de capital (Frank y Goyal, 2005).

Sin embargo, no es realista esperar que las empresas planifiquen la estructura financiera para un solo periodo. Esta limitación dio pie para que varios estudiosos criticaran la teoría del equilibrio estático, sobre todo al respecto de la importancia de los costes de los impuestos y de quiebra (Frank y Goyal, 2005).

La idea subyacente de todas las dinámicas del presente modelo es que la estructura óptima de capital en el período $t+1$ depende de la estructura óptima de capital en el período $t+2$ que depende de $t+3$, y así sucesivamente (Stoustrup Jensen N. y Thomas Uhl F., 2008).

La mayoría de los autores, por lo tanto, afirman "que la recapitalización de los costes o los costes de transacción son los responsables de las desviaciones observadas en la estructura de capital para empresas que son esencialmente similares"¹⁰.

Curiosamente se encuentran con que las empresas más pequeñas muestran grandes cambios en su estructura de capital, que podría interpretarse como un signo de que los costes de transacción son más elevados para las pymes.

4.2.2.1 Estudios empíricos

Una debilidad importante del modelo del equilibrio estático es que es muy difícil de demostrar empíricamente. Sin embargo, varios estudios han tratado de probar la teoría de diferentes maneras, como recogieron Stoustrup y Thomas (2008).

Un estudio de Mackie-Mason (1990) encontró evidencia de que la cantidad de pérdidas fiscales deducibles está negativamente correlacionada con la cantidad de deuda.

Por otro lado, el estudio de Bradley, Jarrell y Kim (1984) también apoya la teoría de la estructura de capital óptima, es decir, la teoría del equilibrio estático.

¹⁰ Stoustrup Jensen, N., Thomas Uhl, F (2008). *Capital Structure in European SMEs*. Aarhus School of Business. 5-10.

El apoyo se basa en los resultados obtenidos y muestran que la volatilidad de los ingresos tiene un impacto en el apalancamiento. Su postulado se basa en que cuando se considera un cierto nivel de los costes asociados con los procedimientos de quiebra reales, la volatilidad de los ingresos tiene un impacto en los costes de quiebra. Por lo tanto, en empresas de riesgo donde los ingresos son altamente volátiles se incurren en mayores niveles de costes de quiebra esperados y, por lo tanto, deben apalancarse en menor grado.

Los críticos señalan que es muy difícil para la teoría del equilibrio estático explicar por qué algunas empresas bastante rentables durante años han estado funcionando a moderados niveles de deuda (Myers 2001).

4.2.3 La teoría de la jeraquía

En 1984, Myers propone un enfoque alternativo a la teoría de la estructura de capital con la introducción de la teoría de la jerarquía. Esta teoría afirma que las empresas prefieren la financiación interna a la financiación externa; por ello, cuando se utiliza la financiación externa, en primer lugar la preferencia es la deuda, a continuación elegir los instrumentos híbridos y, como último recurso, la emisión de títulos.

En este marco no se puede establecer un ratio de deuda óptima y las empresas no tratan de mantener un objetivo de ratio de endeudamiento. En cambio, la mezcla de deuda-capital de una empresa está determinada por su necesidad externa de financiación (Myers, 1984).

El supuesto básico subyacente a la teoría de la jerarquía es que los directivos actúan en interés de los accionistas existentes, y tienen una mejor información sobre las perspectivas futuras de la empresa que los potenciales inversores externos. La planificación de emitir más acciones es percibida como

una mala señal para los potenciales inversores, porque suponen que el objetivo de la gestión es maximizar el valor de los accionistas existentes.

Los inversores externos suponen que una empresa emite acciones cuando se considera desde la gerencia que las acciones de la empresa están sobrevaloradas. Por tanto, esta percepción hace que el precio del capital sea percibido como inferior. Por tanto, los directivos que tienen claro que la empresa necesita fondos externos para financiar un VAN positivo del proyecto, asumiendo que la emisión de deuda no es posible, sólo tendrá en cuenta la emisión de acciones infravaloradas si el VAN del proyecto es mayor que el coste incurrido por la infravaloración de las acciones en cuestión (Stoustrup Jensen N. y Thomas Uhl F., 2008).

Esto significa que, incluso cuando una empresa tiene importantes oportunidades de crecimiento, no hará una emisión de acciones a cuenta de estas oportunidades de crecimiento si la infravaloración, en el sentido de la señalización, supera los beneficios potenciales de los proyectos.

Diversos estudios han confirmado el efecto de la señalización, en la que el anuncio de una emisión de acciones tiene el consiguiente impacto negativo sobre el precio de las acciones. En un estudio sobre grandes empresas de Asquith y Mullins (1986a y 1986b), el anuncio de una emisión de acciones provocó un descenso medio del precio de las acciones de un tres por ciento.

Además, se ha demostrado que la magnitud de la caída de los precios está relacionada con el cómo de fuerte es la asimetría de información entre el interior y el exterior¹¹. Incluso si una empresa tiene buenas perspectivas para el futuro, el efecto de señalización percibida tiene un impacto negativo sobre el valor de la

¹¹ Stoustrup Jensen, N., Thomas Uhl, F. (2008) *Capital Structure in European SMEs*. Aarhus School of Business. 11-14.

empresa a corto plazo, es decir, la mala noticia de una emisión de acciones supera a las noticias de las buenas oportunidades de inversión de la empresa.

Al comparar la deuda con el capital, la deuda tiene preferencia en la liquidación de los activos y los ingresos de la compañía. Esto implica que los acreedores tienen un riesgo menor en comparación con los accionistas. Sólo si el riesgo de quiebra es alto, el impacto del anuncio de una emisión de deuda afectará al precio de las acciones. Por ello, se puede suponer que sólo los gerentes pesimistas harán una ampliación de capital si la deuda está disponible a un precio considerado justo (Stoustrup Jensen N. y Thomas Uhl F., 2008).

Se puede decir, pues, que los principios de esta teoría se basan en:

1. La financiación interna se prefiere a la financiación externa si está disponible, ya que la asimetría de la información sólo es relevante para la financiación externa.
2. Los cambios en el flujo neto de caja de una empresa que cotiza suele ir acompañada de cambios en la financiación externa, ya que los dividendos son, en general, más bien continuos, y no se pueden cambiar a corto plazo para financiar gastos de capital.
3. Cuando sea necesaria la financiación externa, es decir, el flujo de efectivo generado internamente no sea suficiente para cubrir las necesidades de financiación, se preferiría la deuda seguida de los instrumentos híbridos de capital.
4. La necesidad de financiación externa de una empresa se refleja en su ratio de endeudamiento.

La teoría de la jerarquía es, por lo tanto, contrariamente a la teoría del equilibrio estático, capaz de explicar por qué las empresas rentables tienen menos deuda en comparación con las empresas menos rentables. El motivo de ello no es que tengan un objetivo bajo de deuda, si no que en un mayor grado son capaces

de generar suficientes fondos internos para financiar las inversiones necesarias (Myers, 2001).

Esta teoría, pues, se basa en la información asimétrica. Parte de que las empresas no tienen una estructura de capital óptima a alcanzar, en contra de los postulados de la teoría anterior. En este caso, siguen un orden jerárquico en la utilización de la financiación, optando, en primer lugar, por financiación interna y recurriendo a la financiación externa en caso de que la primera resulte insuficiente, siendo la emisión de deuda la segunda opción preferida y la emisión de capital, la última, tal y como se ha comentado anteriormente.

En esta teoría, los directivos tienen más conocimiento que los inversores externos sobre las expectativas, riesgos y valor de la empresa. Partiendo de la suposición de que los directores generales actúan en favor de los intereses de los accionistas actuales, si los primeros creen que el precio de la acción está más bien infravalorado recurren a la deuda, ya que no parece conveniente la emisión de recursos propios, reservándose la emisión para cuando las acciones estén justamente valoradas o sobrevaloradas. Aún en el caso de que estén sobrevaloradas los inversores penalizarán este anuncio, por lo que pagarán un precio menor.

Considera, pues, que sólo en el caso de que se corra riesgo de insolvencia financiera y sea imposible optar al endeudamiento, se debe recurrir a la emisión de recursos propios.

Cabe señalar, que los fondos generados no tienen problemas de selección adversa pero, en cambio, la obtención de financiación ajena está sujeta a costes (Frank y Goyal, 2003): los recursos propios tienen más riesgo que la deuda, de modo que el inversor demandará mayor tasa de rentabilidad para los mismos. Por lo tanto, la asimetría informativa es menos severa para los títulos de deuda que

para las acciones, razón por la cual las empresas se decantan en primer lugar por la primera opción.

4.2.3.1 Estudios empíricos

Son varios los estudios empíricos realizados en relación a las teorías anteriores. Stoustrup Jensen N. y Thomas Uhl F. (2008) recogieron varios de ellos.

Shyam-Sunder y Myers (1999) estudiaron el modelo del equilibrio estático y también el del orden jerárquico, y concluyeron que el modelo de la jerarquía tiene más poder explicativo que la teoría del equilibrio estático.

Frank y Goyal (2003) también obtuvieron conclusiones similares. Un aspecto clave en favor de la teoría de la jerarquía fue la correlación negativa entre las ganancias y la deuda.

Por otro lado, Galpin (2004) sostiene que la premisa fundamental de la ley del más fuerte es que el capital se utiliza como último recurso, debido a los altos costes de emisión, aunque en su estudio concluye que los costes de las emisiones de deuda a menudo superan el coste de la emisión de acciones. Galpin demuestra que los costes de emisión han evolucionado con el tiempo. En este caso, hay que remarcar que el estudio se llevó a cabo con grandes empresas cotizadas en bolsa y que su estructura de costes bien podría ser diferente a la de las pymes.

4.2.4 El Modelo del Ciclo de Crecimiento Financiero

El Modelo del Ciclo de Crecimiento Financiero propuesto por Berger y Udell (1998) considera que la estructura de capital adoptada por las empresas se va modificando en las diferentes etapas de desarrollo, y está determinada básicamente por su edad y tamaño

El crecimiento de una empresa se acompaña de mayor transparencia en la información, y de la formación de un historial y de una trayectoria financiera, condiciones éstas que le permiten el acceso a nuevas fuentes de financiación. Este enfoque se basa en la constante evolución de las pymes y sus efectos sobre la estructura de capital debido a la diferente disponibilidad de fondos, dependiendo de la fase de desarrollo en la que se encuentra (Ferrer y Tresierra, 2009).

Así, en las primeras fases se vería forzada a poco apalancamiento, debido a las restricciones de crédito, que irían disminuyendo a medida que la empresa creciera (mayores activos y más transparencia). A partir de aquí, paralelamente al crecimiento de la sociedad, se produciría también un incremento de este apalancamiento.

4.2.5 La teoría de las señales

Esta tercera teoría considera que las empresas tienden a escoger aquel nivel de deuda que les permita enviar a los agentes externos las mejores señales de poseer una buena salud financiera. Cabe destacar, que ésta está pensada únicamente para grandes corporaciones. En el caso particular de las pequeñas empresas, se trata de una estrategia prácticamente imposible de poner en funcionamiento ya que rara vez cotizan en bolsa, pero sí lo es para el mercado de crédito, debido a la continua interacción que se establece entre prestadores y prestatarios.

4.3 Las pymes

Recordar aquí, los aspectos que definen una pyme. Es aquella empresa que cumple como mínimo dos de los siguientes requisitos:

- Emplea a menos de 250 trabajadores.
- Tiene un volumen de negocio que no excede los 50 millones de euros.
- Un activo que no supera los 43 millones de euros.

Como ya se ha visto, las discusiones sobre la estructura óptima de capital se han dado principalmente en empresas de grandes dimensiones. Pero hay que tener en cuenta tal y como se deduce del apartado anterior, que hay ciertos costes que tienen conexión con el endeudamiento y éstos tienen efectos diferentes según el tamaño de las empresas, por lo que es interesante ver cómo estos afectan a las pymes.

En el caso particular de las pymes se deben considerar diferentes apreciaciones: por norma general no emiten valores negociables, los propietarios no disponen de carteras de inversión diversificadas, la responsabilidad de los propietarios es ilimitada, son emprendedores y propensos al riesgo, se enfrentan a costes de mercado elevados, las relaciones con los accionistas son poco formales y los esquemas de compensación son altamente flexibles (Ferrer y Tresierra, 2009).

En otras palabras se debe considerar que:

- Suelen contar con insuficiencia de recursos por tener menor acceso al mercado de capitales, de manera que sólo se podrán obtener recursos a través de los recursos propios generados, que no siempre son suficientes, y de los recursos aportados por el propio empresario.
- Suelen tener dificultades para el acceso a la financiación a largo plazo, principalmente bancario.

- Tienen un poder limitado de negociación, presentan elevadas asimetrías informativas y no disponen de suficientes garantías patrimoniales. Estas circunstancias agravan las situaciones anteriores y suponen un mayor coste financiero que se materializa en una excesiva dependencia de la financiación a corto plazo. Los acreedores e inversores tienden a pedir garantías de tipo personal y/o activos no corporativos, de manera que los propietarios están muy expuestos a riesgos.
- Su capacidad de crecimiento y de realización de nuevos proyectos de inversión se ve limitada y supeditada a sus posibilidades de generación de recursos internos y a las aportaciones de socios.
- Presentan una menor esperanza de vida, es decir, una mayor probabilidad de quiebra. De hecho, las tasas de insolvencia empresarial están inversamente relacionadas con el tamaño de las empresas.

Además, tanto los costes de emisión como los de insolvencia, los de agencia y los problemas de información asimétrica tienen un papel determinante en función de la dimensión de la empresa recogidos por Jiménez y Palacín (2005):

- Costes de emisión. Cuanto mayor es una empresa, aumenta por norma general el volumen de sus emisiones. Aquí son clave las economías de escala, que permitirán reducir la importancia de los costes de transacción vinculados a estas emisiones (Scherer y Ross, 1990). Así pues, a una pequeña empresa le será más costoso emitir acciones, así como deuda a largo plazo (obligaciones), porque los costes de formalización son también elevados. Con lo que suelen recurrir más el crédito comercial.
- Costes de insolvencia. Warner (1977) y Ang, Chua y McConnell (1982) señalaban que el porcentaje que representan los costes directos de la quiebra se reduce con un mayor tamaño empresarial. Además, las empresas pequeñas, debido a problemas derivados de la poca especialización y de las carencias formativas de los gestores, tienen más probabilidades de fracaso. Estos factores también guardan relación con la volatilidad de los flujos de caja, de modo que a

mayor tamaño, más probable es que la empresa esté diversificada y que sus flujos sean más constantes.

- Costes de agencia e información asimétrica. En las de grandes empresas el problema de agencia más importante se da entre los directivos y los accionistas. En cambio, en las pymes, gestor y propietario suelen coincidir en la misma figura, de manera que este tipo de costes surgen entre el propietario gestor y las partes interesadas en la gestión como los accionistas minoritarios, los acreedores y los bancos. Esto, unido a la motivación para mantener el control y la propiedad, hace que los propietarios deban dedicar una importante inversión. De hecho, la mayoría de las pymes son de propiedad altamente concentrada, de manera que los gerentes y propietarios son vistos por los inversores como grupos de interés, generando más desconfianza. Esto conlleva unos mayores costes de asimetría de la información (Jiménez y Palacín, 2005).

En definitiva, cuanto mayor sea una empresa, menores serán sus problemas de información debido a la mayor calidad y fiabilidad de los datos que se transmiten.

Asumiendo esta premisa, y desde la perspectiva de la teoría del equilibrio estático, el nivel de apalancamiento de las pymes tiende a ser bajo. En esto influye de manera importante los menores niveles de rentabilidad de este tipo de empresas, que no le permite el aprovechamiento significativo del ahorro fiscal por concepto de intereses pagados por el endeudamiento. Además, se enfrentan a tasas fiscales marginales bajas (Ang, 1992), lo que implica un menor pago de impuestos y, por lo tanto, menor capacidad de deducción de los impuestos.

También se debe considerar la alta probabilidad de quiebra que les caracteriza, ya que incrementa el riesgo financiero de la deuda. Así, los bajos beneficios impositivos y los altos costes de quiebra, inducen a una reducción del endeudamiento de las pymes.

Sin embargo, como definieron Ferrer y Tresierra (2009) los argumentos que sustentan la teoría de la jerarquía financiera podrían proporcionar una mejor explicación de la estructura de capital de las pymes (Hall et al., 2000; Watson y Wilson, 2002; Zoppa y McMahon, 2002; Sánchez-Vidal y Martín-Ugedo, 2005). En las pymes adquiere particular relevancia, además de la asimetría de la información, el interés de los accionistas actuales para mantener la propiedad y el control sobre la empresa (Holmes y Kent, 1991), condicionando esto cómo se eligen las diferentes fuentes de financiación (Ferrer y Tresierra, 2009).

"La opacidad de la información y la presencia de activos intangibles o basados en el conocimiento, característicos de las pymes, generan problemas de selección adversa y riesgo moral (López-Gracia y Aybar-Arias, 2000). Así, la información privilegiada disponible para los propietarios/gerentes actuales, les concede una posición ventajosa frente a los potenciales acreedores e inversores, ya que enfatizan las fortalezas de la inversión, al tiempo que ocultan las debilidades de la empresa (selección adversa), para poder tomar ventaja de la asimetría de la información en perjuicio de terceros (riesgo moral)"¹².

En relación con la motivación, a menudo las pymes son de accionariado familiar, dirigidas por un solo gerente, que suele ser el accionista mayoritario, cuando no total de la sociedad. "Esto se traduce en la preferencia por las fuentes de financiación que minimizan la dilución de la propiedad y el control empresarial"¹³.

Por lo tanto, la empresa primero haría uso de los fondos autogenerados (resultado), para después recorrer a la deuda (básicamente de préstamos bancarios) y, como última opción, la emisión de nuevas acciones.

¹² Ferrer, M. A. y Tresierra Tanaka, A. (2009). "Las Pymes y las teorías modernas sobre la estructura de capital". *Compendium*. 12, 22, 73.

¹³ Idem anterior.

4.3.1 Factores determinantes de la estructura de capital de las pymes

De acuerdo con los autores citados anteriormente, los factores determinantes de la estructura de capital de las pymes son:

1. Deducciones fiscales y su aplicación en la empresa. La existencia y aplicación de deducciones fiscales a los gastos derivados del pasivo exigible que, en función del coste de los capitales propios, puede suponer un mayor o menor endeudamiento.
2. Oportunidades de crecimiento. Se considera que las empresas con mayor crecimiento recurren a la financiación a largo plazo, sin que su coste sea determinante. Asimismo, las oportunidades de crecimiento tienen un efecto positivo sobre el nivel de endeudamiento y, en cambio, las empresas con menor posibilidad de crecimiento optan por más financiación a corto plazo.
3. Tamaño. Las empresas más pequeñas optan por una mayor acumulación de tesorería ante las dificultades de acudir al endeudamiento y por el hecho que les resulta más costoso. Las pymes, al ser compañías de tamaño reducido, tienen problemas de agencia, derivados de mayores niveles de asimetría informativa. En cambio, las grandes empresas tienen más facilidad para obtener recursos financieros ajenos y, por tanto, mayor coeficiente de endeudamiento y, al mismo tiempo, tienen por norma general mayor capacidad de generación de recursos, lo que les permite mayor porcentaje de autofinanciación.
4. Rentabilidad. La capacidad para generar recursos es también un aspecto a considerar. Las empresas que generan más, al tener más recursos propios, optan por menos financiación ajena, a pesar de ser las que tienen más facilidad para endeudarse, siendo los proveedores financieros más

receptivos. Para los proveedores financieros el hecho de que una empresa sea rentable es una señal positiva, una señal de calidad y solvencia. Se debe hacer referencia aquí, de nuevo, a la teoría de las señales que predice que aquellas compañías más rentables sean las que tengan más facilidad para endeudarse.

En cambio, según la teoría de la clasificación jerárquica, las empresas con mayor capacidad de generación de recursos serán las menos endeudadas, para que mediante la autofinanciación podrían afrontar sus proyectos sin necesidad de buscar recursos fuera de la propia compañía.

5. Edad. Las empresas más jóvenes tienen más problemas para acceder a financiación ajena, aunque parece que éste no es un factor tan determinante como los anteriores. El mercado valora la trayectoria de las empresas, porque se ha podido constatar que han tenido capacidad para hacer frente a sus obligaciones de manera continuada. Esto reduce los costes de agencia y, por tanto, puede agilizar el acceso al endeudamiento.
6. Activos fijos. Las empresas con más activos fijos tienen más facilidad para acceder a la deuda ajena, al considerarse una garantía a favor de la empresa, ya que actúan como aval. Las pymes tienen, por norma general, activos fijos menores, de modo que el peso de su activo circulante es muy importante.

4.3.2 La financiación de las pymes

Las pymes tienen diversas fuentes de financiación para apoyar sus actividades que se pueden concretar en el capital y fondos de los accionistas, los fondos autogenerados (vía resultado) y el mercado de crédito.

Para desarrollar un modelo que permita establecer la mejor estructura de capital de las pymes es importante investigar el papel que cada componente tiene en la construcción de su estructura óptima de capital.

Recordar aquí, como ya se ha comentado anteriormente, que en la literatura de las finanzas, la estructura óptima de capital, es decir, la mejor relación deuda-capital se define como aquella que minimiza el coste total de la financiación de la empresa.

4.3.2.1 El capital

La literatura sobre las pymes tiende a centrarse en la deuda, pero no proporciona una respuesta sobre el papel del capital. Algunos autores consideran que hay problemas irresolubles en la definición de capital y la cuantificación de los costes del capital, lo que impide que se aplique el concepto de coste del capital en la optimización de la estructura de capital de las pymes (Moro et al., 2010).

En un mundo perfecto, el valor del capital está determinado por el mercado de capitales. El principal problema con las pymes es que no existe un mercado donde el capital, es decir, las acciones que representan la propiedad de las pymes, se intercambien.

Se ha considerado como adecuado mirar los estados financieros de las empresas para ver el valor del capital. Pero en este sentido, hay dudas sobre el

papel de la contabilidad, que en muchas pymes no es considerado un elemento de gestión, sino simplemente un requisito ante terceros que muchas veces no refleja la realidad de la empresa.

Por ejemplo, las empresas tienen la opción de utilizar el coste histórico o el valor de mercado de los activos fijos. La evidencia proporcionada por pymes y gerentes sugiere que la mayoría de las pymes utilizan el coste histórico, lo cual no es extraño teniendo en cuenta que los valores de mercado pueden fluctuar mucho y puede ser difícil de obtener para algunos activos (Moro et al., 2010).

Además, las empresas suelen tener activos y pasivos que no aparecen en sus balances, pero tienen un gran impacto en los flujos de efectivo futuros: los clientes fieles, la gerencia, los empleados motivados, el acceso a los canales de distribución, patentes y marcas, etc. Hasta que la contabilidad no sea capaz de medir estos activos, el valor contable seguirá siendo una mala aproximación del valor de las acciones.

Otra posibilidad para la valoración de los fondos propios de las pymes es la de adoptar el enfoque posicionado por las autoridades fiscales de varios países, entre ellos el Reino Unido. Estas valoraciones son necesarias cuando las acciones no cotizadas cambian la propiedad de una compañía (por ejemplo, por causa de defunción o herencia) y un beneficio imponible aparecerá. Este enfoque valora la empresa en base a utilidades, tomando como referencia empresas similares a las empresas cotizadas (Moro et al., 2010).

En este sentido, las pymes "son muy opacas y para ellas la aplicación de los mecanismos de control puede ser muy costoso. Por tanto, los inversores potenciales se enfrentan a grandes problemas en la valoración de la empresa para tomar decisiones de inversión" ¹⁴.

¹⁴ Moro, A. et al. (2010) *The Short Term Debt vs Long Term Debt Puzzle: A Model for the Optimal Mix*. 17th Annual Global Finance Conference, Ponzan. 4.

Además, cuando recurren a la financiación externa, las pymes suelen priorizar los bancos en lugar de a los capitalistas de riesgo y business angels (Mason y Stark, 2004). En consecuencia, los empresarios no suelen tratar de obtener fondos externos en forma de capital. Lo que lleva a que en la gran mayoría de las pymes el capital invertido en la empresa proviene de los fondos aportados por los empresarios, ya sea en una parte mayoritaria o en su totalidad.

Cabe desatacar que, en este sentido, se considera que las empresas tienen garantías ocultas, ya que muchas veces, ante operaciones de riesgo, los empresarios avalan con su patrimonio.

En todo caso, los accionistas y empresarios en general invierten en la empresa toda su riqueza desde el momento de su fundación (Avery et al., 1998). Teniendo en cuenta estos aspectos, es difícil determinar el valor real del capital invertido en una empresa ya que no se incluyen estos factores.

Los empresarios buscan una tasa de retorno sobre el patrimonio. El coste de capital es un coste de oportunidad, los proveedores de capital pueden tener una tasa de retorno en otros lugares, en inversiones de un riesgo similar. Las oscilaciones de la cotización de la acción durante un periodo de tiempo puede ser utilizada para obtener este rendimiento esperado de los recursos propios (ROE) - es decir, el coste de oportunidad del capital- de una sociedad cotizada. Para la mayoría de las pymes, sin embargo, el ROE (coste de capital) no se puede derivar del valor de mercado de las acciones (Moro et al., 2010).

Tal y como recogieron Moro et al. (2010) los empresarios y accionistas de las pymes implicadas en la gestión de la empresa ya sea directamente, como los administradores, o indirectamente, como familiares, no prestan demasiada atención a la rentabilidad esperada sobre el capital. En este sentido, la literatura sobre el espíritu empresarial hace hincapié en su deseo de independencia (Delmar, 2000), en el optimismo sobre la empresa de éxito (Landier y Thesmar,

2008) y en el hecho de que los empresarios gozan de beneficios no pecuniarios tan altos que pueden llegar a representar el 20% de su inversión (Moskowitz y Vissing-Jorgensen, 2002).

Así, cuando la empresa necesita fondos adicionales para ampliar sus recursos, los accionistas pueden no ser capaces de proporcionar más capital para cubrir las necesidades adicionales.

4.3.2.2 Los beneficios

Myers y Majluf (1984) subrayan que el beneficio es la primera opción entre las posibles fuentes de financiación, ya que es el más barato. Ellos vinculan implícitamente el beneficio al efectivo disponible en la empresa.

El problema que presenta este postulado es que el beneficio es una medida contable, mientras que cuando hablamos de las fuentes de financiación de la firma estamos interesados en la disponibilidad de efectivo para la empresa, es decir, el cash flow generado

4.3.2.3 El exigible a corto plazo. El crédito comercial

El crédito comercial es una fuente adicional de financiación, que se obtiene con la negociación con los proveedores. Se debe tener en cuenta la poca capacidad de presionar por parte de las pymes, al tener por norma general poca capacidad de compra. La cantidad de crédito comercial está limitada, ya que está vinculada a la cantidad de servicios y productos que la empresa adquiere. Además, está fuertemente condicionada por las características de las empresas. Si la compañía es productora y el coste de los productos comprados y la materia prima son muy bajos con respecto a los costes generales incurridos por la compañía (como en las pequeñas empresas manufactureras), el papel del crédito comercial se reduce considerablemente. Por el contrario, si la empresa

externaliza la producción y/o el coste de materia prima es muy alto en relación al valor de las ventas (como en la venta al por menor), la empresa puede beneficiarse de los créditos comerciales (Moro et al., 2010).

Como el valor de las ventas es mayor al valor de las compras, la cantidad de crédito que proporcionan a los clientes suele ser mayor que la cantidad de crédito recibida de los proveedores, y ello puede derivar en un problema de financiación. Destacar en este sentido el fondo de maniobra positivo que se tendría.

Otras obras consideran que se debe determinar el crédito comercial como la tasa de descuento de cuentas por cobrar, haciendo hincapié en que el crédito comercial es un ejemplo de la supervisión delegada, donde el banco del vendedor aprovecha las economías de escala en la supervisión del comprador (Moro et al., 2010).

De cualquier manera, "el coste del crédito comercial no es relevante por sí mismo: o es inexistente, o es un componente del coste de los fondos obtenidos de los bancos, y por tanto, incluido en el coste de la deuda"¹⁵.

4.3.2.4 Financiación bancaria o de terceros

Cuando las pymes tienen limitaciones al acceso a nueva financiación, su única opción es obtener financiación bancaria adicional.

En este caso el coste puede estar claramente delimitado en los acuerdos a qué se lleguen, pero se deben considerar sobrecostes por el exceso de endeudamiento, como las refinanciaciones de deudas o el encarecimiento de nuevos préstamos. Estos sobrecostes constituyen un aspecto clave que

¹⁵ Jensen, Michael C; Meckling, William H. (1976) *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics, 4, 305-360.

delimitarán la cantidad de financiación bancaria, ya sea por la propia pyme o, sobre todo, por la entidad que proporcionaría el crédito (Moro et al., 2010).

4.3.2.5 La brecha de financiación de las pymes

La "brecha de financiación de las pymes"¹⁶ se refiere a la situación en que se encuentran buena parte de las pymes que no pueden cumplir con las necesidades de financiación que exceden a su capacidad de financiación interna, es decir, que han de recurrir a bancos, al capital de los mercados o de otros proveedores de financiación. Sin embargo, las pymes tienen problemas de acceso a esta financiación ajena. Las principales razones por las que se producen estas limitaciones tienen que ver con las propias características de las pymes, comentadas anteriormente.

En primer lugar, se encuentra el problema de la confusión entre propiedad y gestión. Esto lleva a una situación en la que el empresario tiene considerablemente más información sobre la situación de la empresa. En segundo lugar y relacionado con lo anterior, el problema que un gerente de una pyme es menos probable que tenga las capacidades suficientes de gestión, en comparación con los gerentes de las grandes empresas. Por lo tanto, los inversores potenciales tienen más dificultades para evaluar si un gerente de una pyme toma malas decisiones de gestión que potencialmente podrían poner en peligro el bienestar de la empresa o no.

Las consideraciones de riesgo moral también son muy importantes para la disponibilidad de crédito en las pymes. El banco está principalmente interesado en la capacidad de una empresa para pagar su préstamo, mientras que la empresa podría preferir una estrategia de alto riesgo para invertir o sobrevivir.

¹⁶ Cardone, Clara et al. (2001) *Efecto de la relación bancaria en la financiación de la PYME*.

Se ha demostrado que la brecha es más grave en los países de la OCDE que se consideran países en desarrollo (caso de algunos países del África, Europa oriental o América del Sur), en comparación con los desarrollados, mientras que es más significativo en los países que no forman parte de la OCDE (Cardone et al., 2001).

La investigación sobre la financiación de las pymes ha demostrado que hay diferentes tipos de brechas de financiación. Por ejemplo, en algunos países emergentes (caso de la India o algunos países del sudeste asiático) el sistema financiero está muy orientado hacia las grandes empresas, por lo que es mucho más difícil para las pymes obtener crédito bancario. Esto conduce a una situación en que se ve limitado el potencial de crecimiento de las pymes.

Un componente crucial para la financiación de las pymes es la existencia de un marco regulador, jurídico e institucional sólido. En el caso de la deuda y la financiación es importante para los prestadores para obtener información financiera fiable sobre los prestatarios potenciales. En este contexto, la debilidad de las normas de contabilidad se argumenta como un problema (Cardone et al., 2001).

Un tema relacionado son las garantías para conceder financiación. En algunos casos, y más en el contexto económico actual, las garantías para la financiación son consideradas un problema ya que los procedimientos de reclamo son a largo plazo y el acceso a todas las garantías es complicado (Cardone et al., 2001)

4.3.3 Las pymes en España

A nivel de España se han llevado a cabo una serie de estudios empíricos que han permitido a sus autores analizar el grado de cumplimiento de las teorías en el caso de las pymes¹⁷.

Azofra (1987) realizó uno de los primeros estudios sobre los factores explicativos de la estructura de capital empresarial en la industria española. En él, propone un modelo de regresión múltiple, también llamado modelo de ajuste parcial, que intenta explicar cómo las empresas buscan una determinada estructura financiera y, por tanto, un determinado nivel de endeudamiento, con vistas a la toma de decisiones.

Posteriormente, Salas (1993) comparó las empresas españolas con las de otros países, llegando a una serie de conclusiones definitorias de las nacionales respecto a las anglosajonas. Según su estudio, las empresas de los países anglosajones financian sus actividades con un menor endeudamiento que las de Europa central y Japón, situándose España en un plano intermedio.

Por su parte, Saá Requejo (1996), en un estudio similar, llegó a las siguientes conclusiones:

- Las empresas españolas tienen en cuenta, para la toma de decisiones, quien les provee de recursos financieros.
- La adopción de las decisiones sobre estructura de capital por parte de las empresas españolas no parece seguir la teoría de la ordenación jerárquica, sino más bien se ajusta al planteamiento de la teoría del equilibrio estático.

Maroto (1996) a través de un estudio más detallado y centrado en pymes, encuentra que este tipo de empresas tiene mayor nivel de autofinanciación que

¹⁷ Análisis muy completo en Acedo, M.A et al (2005). “Rentabilidades, endeudamiento y coste de la deuda de las pymes. Análisis empírico de las empresas por tamaños”. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 14, 4, 185-200.

las grandes compañías; la financiación sin coste, proveniente de proveedores y acreedores, aumenta dentro del pasivo empresarial conforme disminuye su tamaño. Asimismo, los vencimientos difieren, en el caso de las pymes son más a corto plazo que en las grandes empresas.

Por su parte, Boedo y Calvo (1997) ratifican la correlación negativa entre la existencia de deducciones fiscales con los gastos derivados del pasivo exigible y el nivel de endeudamiento. Constataron que las compañías más rentables se financian en gran medida con recursos generados internamente, lo que parece indicar que están desaprovechando el efecto fiscal del endeudamiento.

Melle Hernández (2001) concluye que las empresas de menor dimensión sufren, en mayor medida, las asimetrías informativas que se producen en los mercados financieros.

Aybar et al. (2001) establecen la existencia de una relación negativa entre el tamaño empresarial, y el tamaño y nivel de endeudamiento, lo que viene a demostrar la capacidad de las grandes empresas para generar recursos y la menor necesidad de acceder a financiación ajena.

Sánchez Vidal y Martín Ugedo (2003), dictaminan que las empresas medianas optan más por la financiación ajena, mientras que las grandes y las pequeñas recurren mayoritariamente a ampliaciones de capital, contrariamente a lo previsto en la teoría de la jerarquía financiera.

Sogorb y López (2003), al analizar el comportamiento financiero de las pymes españolas, encontraron evidencias de que éstas tratan de llegar a un ratio óptimo de endeudamiento, hacia el que tienden de una manera más rápida que las empresas que cotizan en bolsa, dado que la financiación bancaria típica de aquellas les ofrece una mayor flexibilidad. Asimismo, muestran la existencia de una correlación negativa entre el endeudamiento y los flujos de caja.

Sogorb-Mira (2002) consideran que la teoría de la jerarquía podría explicar la estructura financiera de las pymes, aunque la justificación fundamental parece ser la propensión de los propietarios a mantener el control, por eso se financian con recursos internos en vez de acudir a los mercados financieros y de capitales.

Rodríguez (2006) asegura que el crédito comercial se puede entender como una forma de mitigar las restricciones financieras, provocadas por las asimetrías informativas existentes entre los agentes que piden financiación y las entidades financieras. Se confirma que las pymes son las que usan en mayor medida esta fuente financiera, y que las empresas más rentables son las que menos usan el crédito comercial.

Cardone y Cassasola (2003) llegan a la conclusión de que las empresas buscan aquellas fuentes de financiación que les supongan una menor pérdida de control y que, a su vez, sean más accesibles, por eso están tan bancarizadas. Corroboran parcialmente la teoría de la jerarquía.

Todos estos estudios coinciden en algunos aspectos como la escasez de información de calidad, la inexistencia de calificación crediticia, la ausencia de separación entre propiedad y control, así como las grandes asimetrías informativas presentes en las pymes.

También se han realizado varios estudios analizando el desarrollo financiero y el acceso a la financiación. En este sentido, Cardone (1997) abordó el tema a partir de una encuesta realizada a un grupo de empresas. La aportación de este trabajo consistió en el análisis de la situación financiera de las pymes en función de la edad; la antigüedad de las relaciones bancarias y la mediación, o no, de los intermediarios financieros en el mercado del crédito. Los resultados confirmaron que la antigüedad de las relaciones bancarias, así como la mediación de intermediarios financieros (suministradores de aval en este caso), son factores

que sólo facilitan la disponibilidad del crédito, pero no reducen el coste de la deuda.

4.4 El papel de la banca

4.4.1 La concentración bancaria

En este apartado, se comentaran las diferentes teorías sobre la banca y la concentración bancaria dentro de una economía.

En general a lo largo de los años noventa, el sector bancario se caracterizó por reducir los obstáculos al comercio (Lipczynski 2006), los cambios en el entorno jurídico propugnados en la Segunda Directiva Bancaria de la Unión Europea (Gual, 1999), el mercado común y otros factores que han favorecido que la competencia entre los bancos se intensifique.

Una consecuencia directa de estos cambios ha sido la consolidación en el sector que ha derivado en un aumento de la concentración en la mayoría de los mercados bancarios europeos (Lipczynski 2006), concentración que en España, se está acelerando durante los últimos años y meses.

Sin embargo, se pueden observar todavía grandes diferencias en las relaciones de concentración entre países, que hacen posible determinar si la concentración bancaria tiene un efecto positivo o una relación negativa con el apalancamiento.

Por un lado encontramos estudios que sugieren que una concentración bancaria más alta facilita el acceso de las empresas a la financiación. Esto puede ser en forma de tasas de interés, o simplemente por la mayor disposición de los bancos a prestar dinero. De acuerdo con Corvoisier y Groppo (2002), este efecto se produce porque en general se espera una mayor eficiencia del sector en los mercados concentrados, del cual los clientes, en este caso las pymes, se beneficiarían.

Esta explicación se basa en las opiniones de la Escuela de Chicago de la Organización Industrial que desde un punto de vista liberal, sostiene que una alta concentración es el resultado de que los bancos eficientes acaban engullendo o sacando del mercado a los que no lo son. Los que reciben préstamos se benefician de ello, ya que al ser las entidades financieras más eficientes, podrán prestar más dinero.

Por lo tanto, el punto de vista de la Escuela de Chicago en este asunto es que la concentración no es un problema ya que los bancos tendrán el deseo de mantener su posición en el mercado. Así, con la competencia se asegura que los clientes seguirán beneficiándose de la eficiencia del sector. En cuanto a la amenaza de la colusión potencial, la Escuela de Chicago sostiene que los cárteles son inherentemente inestables y, por tanto, acaban desapareciendo.

Otra explicación sobre una relación positiva entre la concentración de la banca y la disponibilidad de crédito es sugerida por Berger y Udell (2005). En su estudio analizan la disponibilidad de crédito de las pymes sobre la base de un análisis de los préstamos. Argumentan que las pymes, y en particular las que tienen información opaca, dependen en gran medida de que los préstamos estén apoyados por activos u otras garantías.

Para conceder la financiación, el prestador debe recoger información. La información se recoge en un período de tiempo a través del contacto directo con la empresa, y también mediante la observación del rendimiento general y un análisis de las perspectivas futuras de la empresa (Berger y Udell, 2005).

Esta información podría consistir en una evaluación de los clientes de la compañía, los proveedores y los competidores. Un alto grado de concentración lo hace más atractivo para el banco en el momento de invertir en las relaciones de crédito. Esto es debido a que estas relaciones son caras, y una de las consecuencias de una alta concentración es que la probabilidad de que la empresa

pueda encontrar otras fuentes de financiación en el futuro se reduce en un mercado menos concentrado (Berger y Udell, 2005).

Petersen y Rajan (1994) encuentran evidencia a favor de una relación positiva entre la concentración de la banca y la disponibilidad de crédito. Observan que las empresas más jóvenes en los mercados con una alta concentración bancaria reciben más financiación que empresas similares en los mercados menos concentrados. Por otro lado, parece que las empresas jóvenes en mercados concentrados pueden obtener crédito a un precio más favorable. Sin embargo, este tipo favorable se convierte en uno desfavorable cuando la empresa crece. Los autores sostienen que una razón para ello podría ser que los bancos en las áreas concentradas están dispuestos a prestar a tasas bajas a las empresas por primera vez porque tienen algún tipo de seguridad de prestarles dinero en el futuro, pero a un tipo más rentable. Concluyen que es más fácil empezar trabajando con una entidad, que conseguir más deuda de una con la que ya se trabaja.

Otros estudios como Dell'Ariccia y Bonaccorsi di Patti (2004) también encuentran evidencias de una relación positiva entre la concentración de la banca y la disponibilidad de crédito. De acuerdo con este paradigma, "un mercado donde la estructura se caracteriza por un alto grado de concentración (por ejemplo, un oligopolio), afectará la conducta de las empresas, en el sentido de que tenderán a explotar su poder de mercado y obtener beneficios anormales de sus clientes".¹⁸ En el caso de los bancos, esto podría aparecer como carga de mayores tasas de interés a las empresas a las que prestan.

Naturalmente, la colusión es potencialmente posible, incluso en un mercado con baja concentración y pequeños bancos dispersos, pero el hecho es

¹⁸ Stoustrup Jensen, N., Thomas Uhl, F. (2008) *Capital Structure in European SMEs* Aarhus School of Business. 75.

que es mucho más fácil mantener un cártel que funcione bien cuando el número de participantes es bastante bajo (Lipczynski 2006).

En oposición a la Escuela de Chicago, algunos autores hacen referencia al peligro de colusión tácita en un acuerdo explícito entre dos o más empresas, y esperan una relación negativa entre la concentración y el crédito disponible.

En un estudio comparado entre países, Beck, Demirguc-Kunt y Maksimovic (2004) observaron que la alta concentración bancaria crea dificultades para que las pymes obtengan financiación, pero sólo en los países con bajos niveles de desarrollo económico e institucional. Además, este efecto es más fuerte para las pymes en comparación con las grandes empresas.

Otra evidencia que apoya esta hipótesis se encuentra en un estudio de Corvoisier y Groppo (2002), donde el impacto de la concentración bancaria se analiza en diferentes productos. El estudio sugiere que un mayor grado de concentración lleva a márgenes de interés más altos, es decir, a encarecer la financiación (Beck, Demirguc-Kunt y Maksimovic, 2004).

4.4.2 El papel de las relaciones bancarias

El término "relación bancaria" (banking relationship) se utiliza como sinónimo de "relación prestamista-prestatario" (lending relationship). Haciendo referencia, pues, a la vinculación entre oferente y demandante de fondos.

La existencia de mercados financieros es "considerada como el principal mecanismo de valoración y control de las empresas que cotizan en bolsa y por ello se dice que constituye el marco de referencia obligado para el análisis de las decisiones financieras empresariales".¹⁹ Cabe destacar, pero, que en el caso objeto de estudio, las pymes, "la valoración de las mismas es complicado ya que

¹⁹ Cardone, Clara et al. (2001) *Efecto de la relación bancaria en la financiación de la PYME*. 2.

no existe un mecanismo donde se reflejen las expectativas que tendrían los inversores".²⁰

El propio sistema bancario y, en consecuencia las relaciones bancarias, se consideran como un método adecuado para la valoración que hacen de estas expectativas. Esta valoración queda reflejada cuando se deben otorgar o mantener créditos a las empresas.

Es aquí donde surge la importancia del concepto de relaciones bancarias. Según Boot (2000) se entiende como relaciones bancarias la prestación de servicios financieros por parte de un intermediario financiero a través del tiempo que permite obtener información, específica, relevante y privada, del cliente, evaluando los resultados de estas inversiones.

Según Cardone, Casasola y Samartín (2001) las características de las relaciones bancarias dependen de diferentes variables:

1. Las características de la propia empresa, como su tamaño, el número de entidades financieras con las que opera, la antigüedad de las relaciones bancarias, los productos financieros contratados con la entidad.

2. Las características del mercado financiero en el que opera.

En España, el estudio de las relaciones bancarias se ha dedicado básicamente a la gran empresa, analizando las interrelaciones existentes entre ambas. Con la presencia de grupos bancarios en el capital de las grandes empresas y, también, la pertenencia de empresas en el consejo de dirección de entidades financieras. Pero no se han hecho estudios demasiado completos

En cuanto a pymes se trata, la investigación en España se ha centrado en aspectos teóricos sobre el racionamiento del crédito (Freixas, 1991; Caminal, 1995; López, Riaño y Romero, 1999), así como la determinación de factores

²⁰ Cardone, Clara et al. (2001) *Efecto de la relación bancaria en la financiación de la PYME*. 2.

estructurales de la financiación de la pyme (Salas, 1996), y la utilización de las garantías en condiciones de asimetría informativa (Ramírez Comeig, 2003), entre otros.

En el trabajo de Cardone, Longarela y Camino (1998) se abordó por primera vez el tema de la importancia de las relaciones bancarias en España. En el estudio se concluyó que variables como el tamaño y la edad de la empresa, así como el tipo de relaciones bancarias mantenidas con los intermediarios bancarios, manifestaban ciertos efectos sobre la disponibilidad del crédito y su coste.

Según Cardone et al (2001) a medida que las empresas crecen se hace más complejas y requieren más servicios financieros. Así mismo, el mayor riesgo a que están expuestas por un mayor apalancamiento, las conduce a buscar nuevos prestadores, dado que suelen ser rechazadas por aquellos que no están dispuestos a asumir su riesgo.

Así mismo, la existencia de asimetrías informativas afecta el comportamiento de los agentes económicos que actúan en el mercado del crédito, es decir a las empresas y las entidades financieras.

El impacto de estas asimetrías informativas es mayor, cuando de las pymes se trata, como ya se ha explicado en apartados anteriores, pues son reticentes a dar información de buena calidad a los prestadores, más aún cuando no existen mecanismos de control y valoración establecidos de manera rutinaria.

Se considera que la pyme va al mercado con información insuficiente y de baja calidad, lo que supone un incremento en las asimetrías informativas que se suma a las ya existentes, aunque en opinión de Norton (1991), estas diferencias informativas dependerán de la etapa o ciclo de vida en que se encuentre la empresa.

Los altos costes de obtención de información, durante los primeros años de vida de las empresas, unidos a la ya comentada falta de mecanismos de valoración por parte de los analistas y empresas de calificación crediticia, hace difícil el acceso al mercado de crédito.

El conflicto de intereses entre empresa/entidad financiera, unido a la existencia de asimetría informativa conduce "al racionamiento del crédito, y es entonces cuando los demandantes de fondos, a pesar de estar dispuestos a pagar un tipo de interés superior, no los consiguen".²¹

En el caso particular de las pymes, además de la penalización que supone el mayor riesgo (Freixas, 1991), pueden sufrir diferentes tipos de restricciones:

1. Pago de un mayor tipo de interés efectivo como consecuencias del mayor riesgo y gastos de análisis en la operación (racionamiento en precio).
2. Obtención de recursos de una cuantía inferior al solicitado (racionamiento en cantidad).
3. Obtención de financiación a muy corto plazo, aunque con ello sea necesario financiar proyectos a medio y largo plazo, lo que se consigue con re-financiaciones periódicas (racionamiento en plazo).

Así, pues, según Cardone et al. (2001) durante la etapa de crecimiento, los mercados financieros (de crédito y de capital) cuentan con escasa o nula información de la pyme. Por eso la autofinanciación y el endeudamiento a muy corto plazo predominan como fuentes de financiación. En cambio, en su etapa de desarrollo, las empresas van consolidando su situación en ambos mercados y el éxito o fracaso de sus proyectos, así como el cumplimiento de sus compromisos financieros, permiten el desarrollo de las relaciones bancarias con las entidades financieras que les facilitan el acceso al mercado de crédito en condiciones más ventajosas, conformando estructuras de capital basadas en el endeudamiento a más largo plazo.

²¹ Cardone, Clara et al. (2001) *Efecto de la relación bancaria en la financiación de la PYME*. 5.

Y definen una tercera etapa, que es la etapa de madurez, en la que las empresas acceden al mercado de capitales, y es entonces cuando se considera, según estas mismas autoras, que la emisión de obligaciones, el desarrollo de proyectos a través intermediarios financieros y la ampliación de capital, tienen un papel más relevante.

Por su parte, las entidades financieras "una vez alcanzado un tipo de interés óptimo (definido como aquel por encima del cual los prestadores ven disminuir sus beneficios), después de haber racionado el crédito en precio y cantidad ante proyectos de inversión con diferente nivel de riesgo, sólo financiarán los proyectos menos arriesgados, de gran envergadura y a más largo plazo".²² Cuando se trata de financiar proyectos de inversión de igual rentabilidad, se tendrán en cuenta las características comprobables del proyecto (Calomiris y Hubbard, 1990).

Los efectos derivados del racionamiento del crédito pueden encontrar solución, en parte, en la mejora y consolidación de las relaciones bancarias. En este sentido las instituciones de crédito pueden disminuir o eliminar parcialmente las asimetrías informativas, generando ellas mismas la información sobre el prestatario (Cardone et al 2001).

Las aportaciones de Petersen y Rajan (1994, 1995 y 2003) y Berger y Udell (1992 y 1995) definen tres dimensiones a destacar en las relaciones bancarias: la duración de la relación, la cantidad de servicios que se reciben de una sola entidad financiera y la concentración de préstamos con un solo prestador.

Para estos autores, las relaciones bancarias adquieren valor con el paso del tiempo ya que aumenta la información. Así, sostienen que cuando se mantienen relaciones bancarias de forma continua, se observa que hay más disponibilidad

²² Cardone, Clara et al. (2001) *Efecto de la relación bancaria en la financiación de la PYME*. 5-6.

del crédito, lo cual no siempre viene acompañado de una disminución en el coste (tipo de interés). En opinión de Petersen y Rajan (1995) la competencia y las relaciones bancarias a largo plazo no siempre son compatibles.

Por otro lado, Cardone, Clara et al. (2001) afirman que "Si el mercado de crédito está concentrado, los intermediarios financieros estarán más dispuestos a prestar a tipos de interés más bajos para beneficiarse de las rentas futuras de los proyectos financiados, mientras que, cuando el mercado es más competitivo, las entidades de crédito cargan altos tipos de interés al principio porque la probabilidad de que la relación de crédito se prolongue y consolide disminuye, no pudiendo compartir los beneficios futuros esperados".²³

Esto vendría a argumentar, en parte, por qué las empresas más jóvenes tendrían una mayor preferencia por la financiación interna antes que la externa ya que, en mercados de créditos muy competitivos y poco concentrados, es más asequible la primera que la segunda

En Estados Unidos, las empresas más jóvenes reciben un mayor volumen de financiación bancaria en mercados concentrados, en relación con la financiación recibida por otras empresas en mercados más competitivos. Esta diferencia se reduce a medida que las empresas tienen más edad (Peek y Rosengren, 1995a). Igualmente la financiación de proyectos de inversión también está condicionada por las características del tamaño del propio prestador (Peek y Rosengren, 1995b).

Thakor (1996) analiza los efectos que tiene el aumento del número de bancos. Concluye que a más entidades bancarias en el mercado aumenta la probabilidad de racionamiento de crédito a priori, dados los costes de análisis de riesgo que supone.

²³ Cardone, Clara et al. (2001) *Efecto de la relación bancaria en la financiación de la PYME*. 6.

Entre los beneficios que proporcionan las relaciones bancarias destacan básicamente: la reducción de la asimetría informativa; y el incremento de tipos de interés, que serán compensados con bajadas futuras a medida que aumenta el conocimiento de información entre el prestamista y el prestatario. A su vez el prestador "se ve motivado a invertir en la búsqueda de información del prestatario ya que permite mantener relaciones futuras (reutilización)"²⁴. Las empresas, en sus orígenes, al no ser conocidas por el mercado, y especialmente por tratarse, por ende, de empresas jóvenes y pequeñas, se ven penalizadas a pagar tipos de interés por encima de lo que les correspondería (Petersen y Rajan, 1994; Boot y Thakor, 1994), lo que se compensaría en el futuro con tipos de interés por debajo de los niveles del mercado.

Paralelamente y, en cierta medida, de manera contradictoria, las entidades bancarias están dispuestas a cobrar tipos de interés más bajos al principio de las relaciones bancarias, si se perciben altos flujos de caja futuros.

Las relaciones bancarias "mejoran las condiciones de los contratos de crédito, que pasan a ser más completos, al incrementar la flexibilidad para tomar decisiones en base a la información blanda (no verificable o no observable)."²⁵

Detragiache, Garelli y Guiso (2000) analizaron también los factores determinantes del número de entidades financieras con las que trabajan las pymes. Consideraron que esto se debería analizar des de la óptica del sistema financiero del país y, también, según las características de las pymes. Así, concluyen que las empresas tienden a trabajar con un solo banco cuando se relacionan con bancos pequeños, o bien cuando existe una alta probabilidad de insolvencia de estos bancos o, relacionado con esto último, están situados en países con eficientes sistemas de regulación en caso de quiebra de empresas.

²⁴ Cardone, Clara et al. (2001) *Efecto de la relación bancaria en la financiación de la PYME*. 7.

²⁵ Idem anterior.

Según estos autores, las pymes tienden a relacionarse con un solo banco, cuando son muy pequeñas o desarrollan proyectos muy rentables.

A pesar de las diferentes visiones al respecto, los trabajos de campo realizados en mercados financieros de diferentes características coinciden en determinar que la consolidación de las relaciones bancarias ayuda a aumentar la disponibilidad de crédito del solicitante, y evitan el racionamiento del crédito. (Cardone et al, 2001).

En aquellos estudios en los que los resultados no son tan coincidentes, la diversidad en los resultados se encuentra especialmente en el efecto de las relaciones bancarias sobre las condiciones del crédito (tipos de interés y garantías que se piden).

Así, mientras que los trabajos realizados con empresas de los Estados Unidos concluyen que las relaciones bancarias mejoran las condiciones del crédito a través de inferiores tipos de interés y menor nivel de garantías, en el caso de estudios realizados en países europeos la conclusión es contraria.

Esto se explica por el hecho de que al disponer de mayor información, que la entidad de crédito ha ido obteniendo a través de las relaciones bancarias, esto agrava las condiciones de los créditos en lugar de mejorarlas, por lo que se cobran tipos de interés más elevados y al mismo tiempo se solicitan más garantías (Cardone et al., 2001).

Las razones de esta conclusión se encuentran en las características de los sistemas financieros de los países con sistemas basados en el mercado, como el modelo anglosajón y los países con sistemas basados en la intermediación bancaria o modelo continental (Alemania, Francia, España, Bélgica e Italia). Por eso las empresas de estos últimos países tienen menos alternativas de financiación y, por tanto, están más bancarizadas.

Berger, Udell y Gregory (1998) analizan el impacto de las fusiones y adquisiciones en el sector bancario sobre el crédito de las pymes. Para estos autores, las fusiones entre entidades bancarias reducen la concesión de préstamos, pero esto es compensado por la reacción contraria de otros bancos para obtener nuevos clientes. Sapienza (2002) dice que cuando los bancos aumentan su tamaño, reducen la concesión de créditos a pequeños prestatarios, y alteran las relaciones bancarias entre las entidades y sus clientes.

Por otro lado, Salas y Saurina (2003) analizan las relaciones bancarias poniendo el énfasis en el número de entidades financieras con las que se trabaja y los determinantes que influyen en el hecho de trabajar con mayor o con menor número de bancos, sobre la disponibilidad de recursos y el coste (tipos de interés) y garantías que se puedan solicitar. Los datos indicaban que las empresas, para maximizar la disponibilidad de fondos, deben trabajar con un solo banco o como mucho con dos bancos para que el primer prestatario pierda el monopolio y así las pymes puedan conseguir mejores condiciones.

Petersen y Rajan, (1995) analizaron la relación entre el beneficio de las relaciones bancarias y la competitividad del sector bancario. Se concluyó que la duración de las relaciones bancarias y el poder de mercado del banco están relacionados de forma directa con la disponibilidad de crédito, pero tiene una relación inversa con el número de bancos con los que se trabaja.

Berger y Udell (1995) comprueban que la duración de las relaciones bancarias sí tiene un efecto inversamente proporcional a los tipos de interés y a las garantías solicitadas, pues los bancos tienden a cobrar tipos de interés inferiores y a solicitar menos garantías, a medida que se tiene más información del prestatario.

Para Boot y Thakor (1994) las relaciones bancarias influyen directamente en el nivel de racionamiento al que está expuesta la empresa. Los autores

demuestran que la disponibilidad de crédito es creciente con el "poder de mercado del banco" y con la duración de las relaciones bancarias, pero decreciente con el número de bancos con los que se trabaja. Estas medidas (duración y amplitud) influyen positivamente en la disponibilidad de crédito, mientras que no tienen ningún efecto sobre los tipos de interés.

En opinión de Diamond (1984) la decisión óptima es tomar prestado de un solo banco para evitar la duplicidad de costes a la vez que el prestador tiene más incentivos para controlar y supervisar.

Si son dos los bancos que ofrecen la provisión de fondos, esto obliga a compartir la supervisión y esto a los bancos no les resulta tan rentable a largo plazo. Aunque desde el punto de vista de la empresa, el hecho de que la entidad financiera tenga información privada fomenta la competencia entre los prestadores y hace que el prestatario tenga más flexibilidad para cambiar de intermediario financiero (Cardone et al, 2001).

Para Thakor (1996) trabajar con un gran número de bancos, puede a posteriori aumentar la probabilidad de disponer de crédito bancario. Pero por el contrario, a priori, parecería que las entidades de crédito no estarían dispuestas a invertir tiempo y asumir el coste el análisis del riesgo.

Cole (1998) sobre la misma base de datos utilizada por los autores anteriores, analiza el efecto de la duración de las relaciones bancarias sobre la disponibilidad del crédito. Así, concluye que a más extensión de las relaciones bancarias de forma proporcional aumenta la disponibilidad de crédito y, por otro lado, se reduce el número de entidades de crédito con las que la empresa trabaja.

En relación al número de entidades financieras, parece que los trabajos basados en el mercado americano concluyen que el valor de la relación bancaria

aumenta a medida que se reduce el número de entidades financieras que financian a las empresas de este mercado (Cardone et al., 2001).

Los diferentes comportamientos en Europa, donde se podría decir que la mayoría de pymes opta por trabajar con más entidades financieras puede encontrar explicación en: el tamaño de la empresa, la descoordinación de los bancos, la calificación crediticia, la diversificación de las relaciones bancarias, el endeudamiento, la edad, el tamaño del banco y los mercados de valores, el sector al que pertenece y la pertenencia de la misma o no a un grupo familiar (Hernández, 2004).

4.4.3 El caso de las pymes europeas

El Banco Central Europeo, a través de los Working Paper Series²⁶, ha publicado estudios recientes sobre las dificultades de las empresas para financiarse. Se hace referencia a una encuesta del BCE y la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas, en el que se pone en evidencia la situación financiera actual, y para este tipo de empresas destacan las necesidades de financiación y las dificultades de acceso a la financiación para las compañías de la zona del euro durante el segundo semestre de 2009.

Destaca también el hecho de que el acceso a la financiación es ampliamente percibido como un factor crucial para las empresas -especialmente para las pequeñas y medianas- para mantener su negocio, tanto en su actividad diaria como para conseguir objetivos a largo plazo. Por otra parte, se demuestra que las características de la empresa como el tamaño, la edad, la rama económica, la autonomía financiera y la propiedad pueden ser predictores válidos

²⁶ Ferrando, A.; Grieshaber, N. (2011) "Financing obstacles among euro area firms. Who suffers the most?" *Working Paper Series*, 1293. European Central Bank.

de los obstáculos de financiación en los países de la zona euro durante la reciente crisis financiera.

Sin embargo según este estudio, sólo la edad y la propiedad se consideran todavía importantes variables explicativas. El tamaño de la empresa, en cambio, llega a ser importante para explicar la elección de las diferentes fuentes de financiación. Destaca el hecho de que las empresas más grandes tienen unas preferencias (y posibilidades) mayores para atraer fondos externos.

De hecho, otros estudios recientes han mostrado que existen obstáculos cada vez mayores para acceder a la financiación, identificando claramente un impacto negativo sobre el crecimiento (Ayyagari et al., 2008; Beck et al., 2006).

Fazzari et al. (1988) ya investigaron la existencia de factores determinantes en las limitaciones de la financiación para las empresas, como el tamaño, y sobre la importancia de contar con una estructura financiera óptima como condición necesaria para afrontar el entorno.

Beck et al. (2006, 2008) encontraron que la edad, el tamaño y la estructura de propiedad serían predictores válidos de los obstáculos de financiación, aunque en algunos países hay otras características, relacionadas con la evolución del mercado financiero, en términos de intermediación financiera y de liquidez del mercado de valores, que tienen un impacto adicional que determina la estructura financiera de las empresas.

Coluzzi et al. (2008) se centraron principalmente en cinco países de la zona del Euro (Francia, Alemania, Italia, Portugal y España), y vieron que las empresas podrían ser más opacas hacia el posible prestador ante la perspectiva de mayores restricciones a la financiación. Al mismo tiempo, los autores revelan importantes diferencias sectoriales.

Después de revisar estos estudios no hay duda en cuanto a la importancia de los factores específicos en general. Aunque hay consenso en que los factores específicos de cada país tienen un mayor impacto en la estructura de capital de las pequeñas empresas no cotizadas, tal y como recogieron de manera pormenorizada Stoustrup Jensen N. y Thomas Uhl F. (2008).

Algunos estudios empíricos específicos de la estructura de capital de las empresas de los países de Europa oriental se pueden encontrar en Klapper, Sarria-Allende y Sila (2002). Sugieren que Europa del Este ofrece una base de estudio interesante debido a la situación única de desarrollo financiero y las características del mercado y, por lo tanto, se puede esperar que las pymes en estos países exhibirán un comportamiento de financiación diferente, en comparación con las empresas de los países de Europa occidental.

Un estudio posterior, el de Nivorozhkin (2005), analiza el apalancamiento en cinco países de Europa del Este (Bulgaria, República Checa, Polonia, Rumanía y Estonia). Las empresas en estos países en transición operan con menor nivel de deuda que empresas similares de Europa Occidental y observan que el apalancamiento se correlaciona positivamente con las variables macroeconómicas.

Los resultados de las variables macroeconómicas mostraron que la inflación se relaciona negativamente con el apalancamiento, mientras que el crecimiento del PIB lo hace positivamente. En el estudio, los autores distinguen entre los países de transición avanzada y países en transición menos avanzados, y sus resultados muestran que las pymes de los países más avanzados se asemejan más a las de los países occidentales en algunos aspectos, mientras que los de los países menos adelantados son muy diferentes.

Cornelli, Portes y Schaffer (1996) también observan un bajo nivel de apalancamiento en Europa del Este (Polonia y Hungría), pero en este caso los

autores concluyen que la razón de la baja influencia en Europa del Este es un fenómeno derivado de la oferta de fondos por parte de las entidades financieras. Por eso se entiende que no hay suficiente financiación para las empresas que están realmente dispuestas a asumir más deuda. La falta de la oferta financiera se interpreta como una consecuencia de factores específicos del país, como subdesarrollo de los mercados financieros y normativas legales, etc. Del mismo modo, un estudio específico de las empresas rumanas, a cargo de Chaves et al. (2001), muestra que las empresas de la región padecen financiación insuficiente. Sugiere que la razón de la insuficiencia de las finanzas es la alta inflación y la debilidad del sistema jurídico, lo que hace que sea muy difícil para las empresas obtener financiación a largo plazo.

Una conclusión similar se dibuja en otro estudio específico de la República Checa (Eger 1995). En este caso se observa que las empresas también tienen un acceso insuficiente a la financiación debido a factores específicos del país. El autor sostiene que las dificultades de financiación surgen de la poca protección jurídica al prestador y a los derechos de los acreedores.

Cornelli, Portes y Schaffer (1996), Chaves et al. (2001) y Eger (1995), afirmaron que el apalancamiento en Europa del Este es bajo y el acceso a la financiación ajena insuficiente, ya sea en términos del coste asociado o de disponibilidad. Todos los estudios atribuyen este problema a algún tipo de factor institucional.

En su estudio de 1998, Bratkowski y Grosfeld Rostowski afirman que los bancos en los países en transición son más reticentes a proporcionar financiación a las pymes que en los países desarrollados.

Otra explicación de los bajos niveles de deuda en Europa del Este, en comparación con Europa occidental, ha sido presentada por Jõeveer (2005). En su estudio sobre nueve países de Europa oriental, señala que el crédito interno

proporcionado por el sector bancario respecto al PIB se sitúa alrededor del 40%, cuando este porcentaje es de más del 100% en Europa Occidental. Este punto de vista es, en cierta medida, apoyado por los resultados de una encuesta encargada por la Unión Europea, que debía investigar el acceso a la financiación de las pymes en Europa oriental y occidental. Menos de dos tercios de las pymes entrevistadas en Europa del Este dijo que no tenían financiación suficiente para sus proyectos.

Por el contrario, más de tres cuartas partes de las pymes entrevistadas de Europa Occidental dijo que no tenían suficientes oportunidades de financiación para sus proyectos. En este contexto, también es interesante observar que el 59% de las empresas entrevistadas en Europa del Este creen que los bancos no están dispuestos a asumir el riesgo asociado a dar préstamos a las pymes.

Cabe mencionar que la disponibilidad de financiación ajena es diferente en función del tipo de pyme. Según Stoustrup y Thomas (2008) una pyme innovadora con el desarrollo de nuevos productos, que tuviera flujos de caja negativos y alta incertidumbre, tendría muchas dificultades para obtener financiación, independientemente de su ubicación. La prima de riesgo asociada a un préstamo para una empresa podría elevar potencialmente el coste financiero a niveles muy elevados.

4.4.4 Las pymes españolas

En un informe del BCE²⁷, refiriéndose a la encuesta sobre las pymes europeas, se observan una serie de hechos diferenciales respecto a las pymes de otros países comunitarios. Las empresas españolas encuestadas respondieron que el acceso a la financiación era el principal problema al que se enfrentaban, en comparación con un 17,4% de las pymes europeas.

²⁷ European Central Bank (Abril 2012). *Survey on the access to finance of Small and Medium. Sized Enterprises in the Euro Area.*

La diferencia con la media europea se amplió en la segunda mitad de 2009, aunque disminuyó en el primer trimestre de 2010. La última información disponible situaba en 10 puntos porcentuales la diferencia entre España y la zona euro. El 25% de las empresas españolas lo destacaron, pues, como el principal problema que tenían. Sin embargo, para la mayoría de las pymes españolas la preocupación más importante era encontrar clientes (33%), siendo también el principal motivo de preocupación para las pymes europeas (25%).

Los datos de la encuesta ponen de manifiesto que las dificultades para acceder a fuentes de financiamiento eran mayores en las pymes que en las grandes empresas, ya que en España el porcentaje de grandes empresas que identificaban este problema como el más importante era el 9%, en comparación con las pymes (25%). Además, por países, las empresas españolas mostraban una opinión más negativa sobre la disponibilidad de los bancos para proveer financiación.

Las pymes españolas encuestadas indicaron que en los últimos años el acceso a la financiación era uno de los principales problemas al que se debían enfrentar. La relevancia de este factor alcanzó niveles más altos durante el segundo semestre de 2009, cuando casi el 35% de las empresas de la muestra lo consideraron como el problema más importante, ligeramente por encima del segundo factor (la falta de clientes).

Posteriormente, la preocupación por estas dificultades disminuyó un poco, detrás de los asociados a la dificultad de las ventas, aunque en los últimos informes²⁸ alrededor del 25% de las empresas seguía señalando los problemas de acceso a la financiación externa como el mayor obstáculo que tenían. En el conjunto de la UEM, la proporción de pequeñas empresas que respondieron a este efecto tendía a ser menor que en España (entre el 15% y 20%) durante todo

²⁸ European Central Bank (Noviembre 2012). *Survey on the access to finance of Small and Medium. Sized Enterprises in the Euro Area.*

el período de estudio, pero también en este caso era el segundo más citado por las empresas.

El grado de accesibilidad a la financiación bancaria recibida por las pymes españolas se ha ido agravando continuamente desde 2009. Así, entre abril y septiembre de 2011, el porcentaje neto de este tipo de empresas que detectaron un deterioro en este aspecto fue del 17% frente al 51% en el primer semestre de 2009. También se redujo progresivamente la proporción de estas sociedades que vieron negadas solicitudes de financiación, desde el 25%, alcanzado en el segundo semestre de 2009, hasta el 11% para el período de abril a septiembre del 2012.

En comparación con las pymes de otros países de la zona del euro, el grado de acceso a la financiación de las pymes españolas con los bancos fue más negativa, una característica que sin duda no es ajena al mayor impacto que la crisis ha tenido sobre los beneficios de las empresas españolas más pequeñas. En cualquier caso, se ha detectado una tendencia progresiva a aproximarse a los valores registrados por las empresas europeas.

El desglose sectorial sugiere que los datos agregados muestran un patrón que ha sido generalizado en los distintos sectores. Por otra parte, se observa que, en consonancia con la evolución de las ventas y los beneficios, el sector de la construcción ha tendido a presentar un mayor deterioro en el acceso a la financiación bancaria en comparación con otros sectores, aunque las diferencias son menos pronunciadas. Además de las dificultades de acceso a la financiación bancaria, las pymes encuestadas dijeron que se había producido un endurecimiento continuado en la mayoría de condiciones de crédito, especialmente en lo que respecta a los tipos de interés, en el resto de los costes y las garantías exigidas. Esto tiene una relación directa con las nuevas reglas del sistema bancario español y con la concentración.

5. Resultados y discusión

GRÁFICO 5: Financiación ajena respecto al patrimonio neto y pasivo, 2008

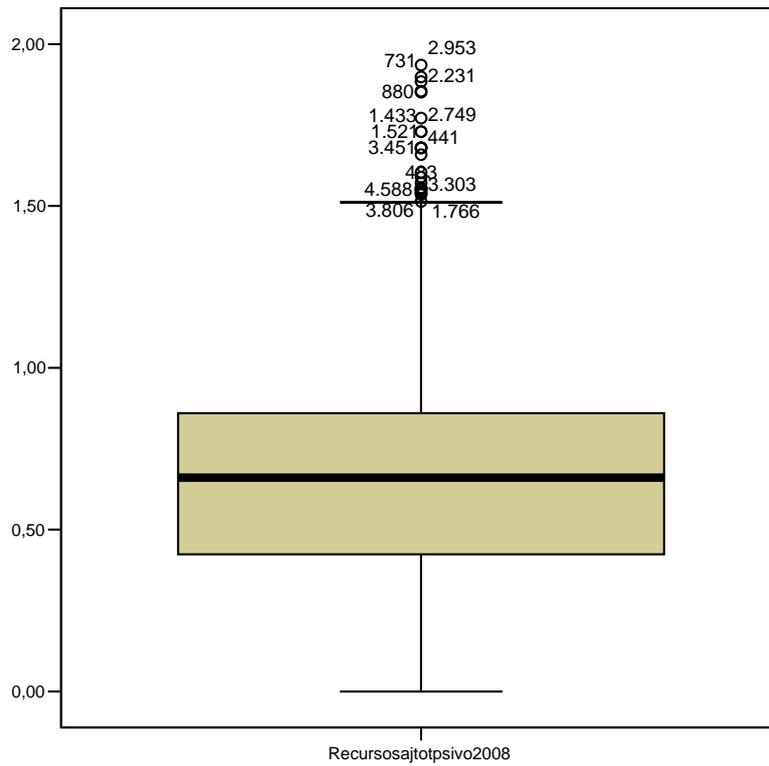
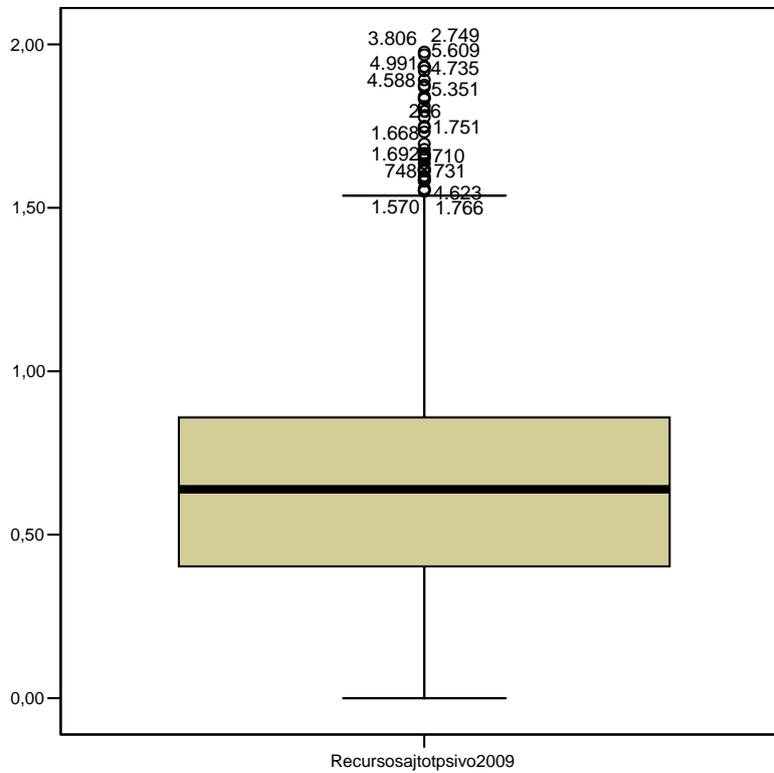


GRÁFICO 6: Financiación ajena respecto al patrimonio neto y pasivo, 2009



Si se analizan estos datos de forma sectorializada la situación es dispar, como se puede ver en el cuadro 5.

CUADRO 5: Financiación ajena por sectores, 2007-2009

	2007	2008	2009
Agricultura, ganadería y pesca	68,39%	65,34%	64,40%
Alimentación y bebidas	61,67%	59,61%	59,35%
Alojamiento y restauración	67,99%	64,95%	65,48%
Anexo de la construcción	62,55%	59,69%	56,90%
Comercio al por mayor	67,21%	64,75%	63,72%
Comercio al por menor	68,87%	65,49%	65,61%
Construcción	68,71%	65,54%	64,37%
Textil	58,90%	56,49%	57,28%

Partiendo de los datos del año 2007 y comparándolos con los de 2009, se observó cómo, en general, se produjo un incremento del peso de los recursos propios sobre el total del patrimonio neto y pasivo. El sector del Comercio al por menor fue el más expuesto a financiación ajena, y el sector Anexo a la construcción el que menos.

Del mismo modo que con la muestra agregada, se observó poca dispersión en los diagramas de caja, siendo el sector de la construcción el que tenía algunos valores atípicos, a pesar de la eliminación previa de los outliers.

Como se observa en los gráficos 7, 8 y 9, el sector anexo a la Construcción mostraba diferencias importantes respecto a otros sectores, como sería el caso de Comercio al por mayor, Comercio al por menor, Construcción y Textil. El resto se movían por intervalos similares.

En el comportamiento del sector Anexos a la construcción, destacó que había un endeudamiento bastante menor que contrastó con los sectores de Comercio al por mayor, Comercio al por menor y Construcción.

GRÁFICO 7: Comparativas por sectores, 2007

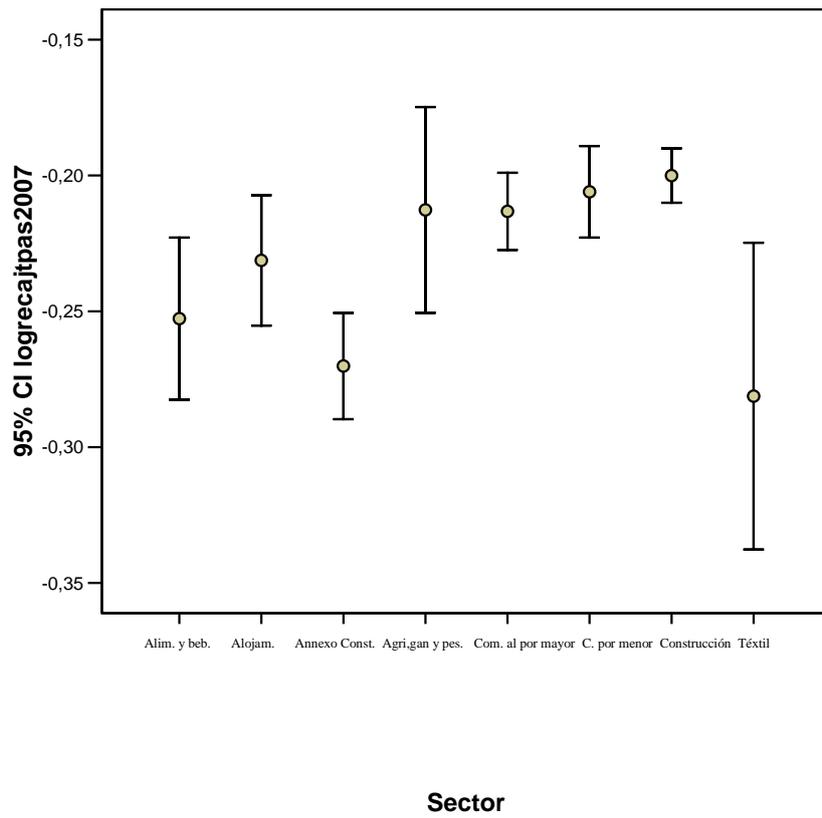


GRÁFICO 8: Comparativas por sectores, 2008

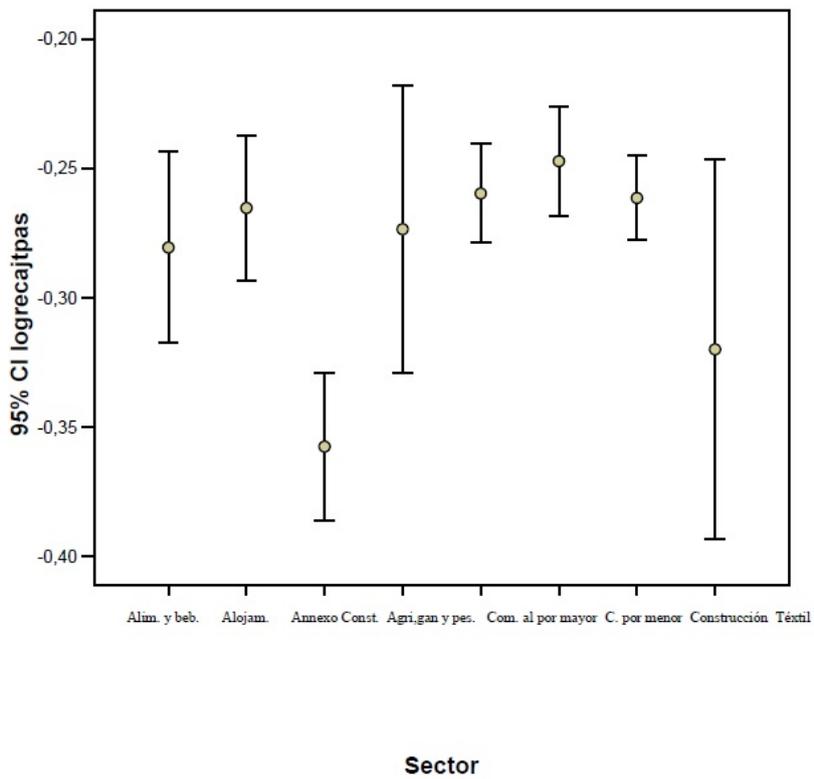
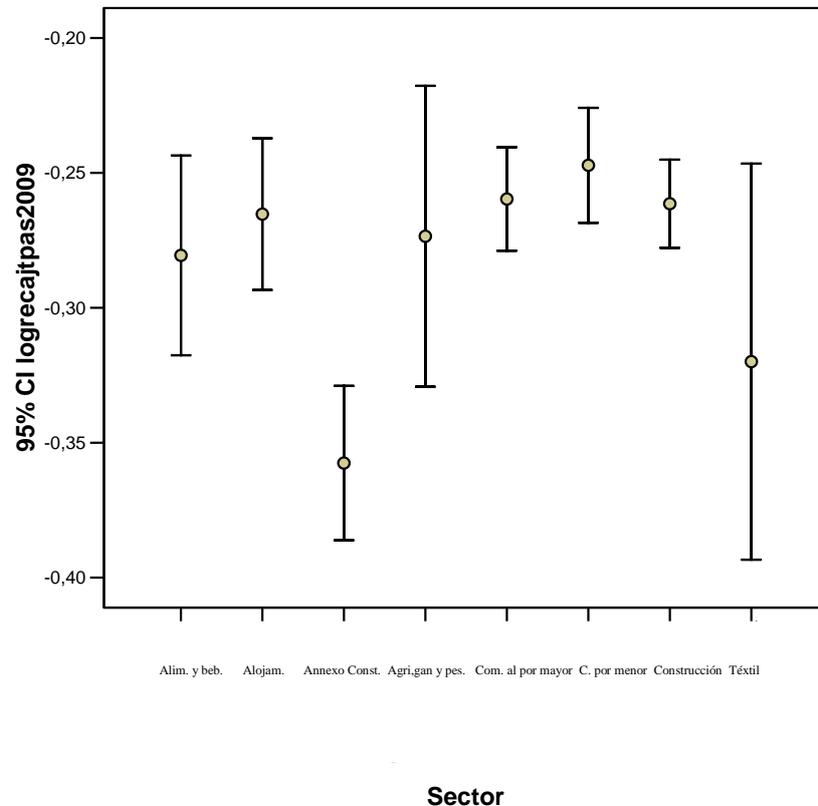


GRÁFICO 9: Comparativas por sectores, 2009



El hecho de que dentro del llamado sector de Anexos a la construcción hubiera varios códigos CNAE y, sobre todo, que muchos estuvieran centrados en servicios, abre una vía que nos permite explicar por qué difiere de manera tan importante de los demás sectores, dedicados a las promociones inmobiliarias (en el caso de la Construcción) o a la compraventa (comerciales).

Durante los años analizados en esta fase del estudio, sucedieron una serie de acontecimientos que conviene considerar, como son los tipos de interés pujantes hasta 2009, que tuvo un efecto directo en la restructuración de la deuda de las empresas con el objetivo de pagar menos intereses y, a la vez, se entró en un contexto generalizado de restricción del acceso al crédito.

Sin embargo, la reducción del nivel de endeudamiento no fue demasiado importante, y esto se explica por la mayor bancarización de la deuda de las pymes que, ante las dificultades para acceder a otros mercados de capitales,

tuvieron que adaptarse ya fuera a costa de un mayor coste de financiación o de una reducción de fondos de financiación y optar por una reducción de su estructura financiera sin afectar a su estructura de capital o, en todo caso, optando por ampliaciones de capital sin que se viera afectada su estructura de propiedad.

De la recopilación de datos de este apartado, destaca, pues, la progresiva sustitución de fondos ajenos por fondos propios, aunque de manera poco acentuada pero sí continua. Seguidamente se analizó si esta reducción se concentraba en el endeudamiento a largo plazo o en el de corto plazo.

5.1.2 Financiación a corto plazo sobre el total de financiación ajena

Además de estudiar la proporción de los recursos ajenos sobre el total del patrimonio neto y pasivo, es de interés ver si este endeudamiento se concentraba en el corto plazo. Gracias a esta variable, además de analizar de forma genérica la estructura financiera, se pudo ver e incorporar los aspectos relativos a su composición y plazo.

El pasivo corriente sobre el total del pasivo pasó del 45,85% en 2007; a 42,42% en 2008; y a 40,09% en 2009. En otras palabras, hubo una progresiva disminución del endeudamiento a corto plazo y, por tanto, un incremento del de largo plazo.

Hay que tener en cuenta que las pymes tienen más condicionantes que las grandes empresas para elegir su estructura financiera, tal y como ya se ha puesto de manifiesto a nivel teórico y, en este sentido, la situación de inestabilidad financiera global que se tradujo en una menor financiación de circulante a las empresas ha provocado, al menos en parte, esta reducción del endeudamiento a corto frente al global.

CUADRO 6: Financiación a corto plazo por sectores, 2007-2009

	2007	2008	2009
Agricultura, ganadería y pesca	46,05%	42,63%	40,48%
Alimentación y bebidas	44,21%	41,69%	40,58%
Alojamiento y restauración	40,00%	35,92%	34,31%
Anexo de la construcción	33,56%	30,43%	26,97%
Comercio al por mayor	53,86%	51,33%	47,64%
Comercio al por menor	51,83%	47,99%	47,20%
Construcción	46,59%	42,69%	40,51%
Textil	44,94%	43,42%	43,19%

En el cuadro 6 se observa como en el conjunto de los sectores hubo una disminución del peso del endeudamiento a corto plazo en favor del endeudamiento a largo. De hecho, en 2009, ninguno de los sectores concentraba el 50% o más de su financiación ajena en exigible a corto plazo. En general, los diferentes sectores redujeron su exposición a corto plazo en torno al 3-5%. Sin embargo, también se observó la presencia de algunos valores que podría considerarse outlier.

GRÁFICO 10: Comparativa por sectores, 2007

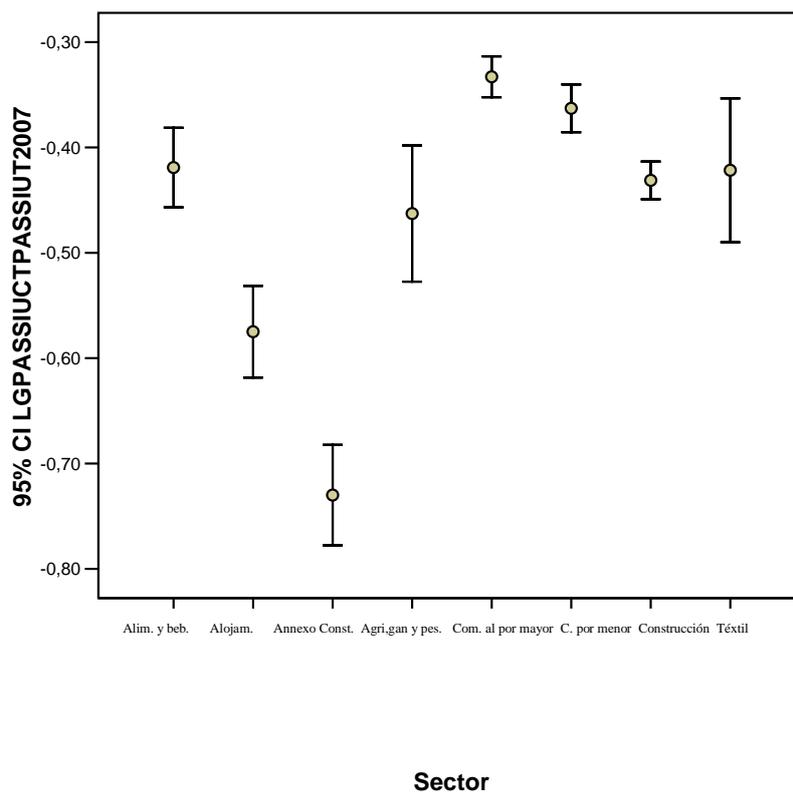


GRÁFICO 11: Comparativa por sectores, 2008

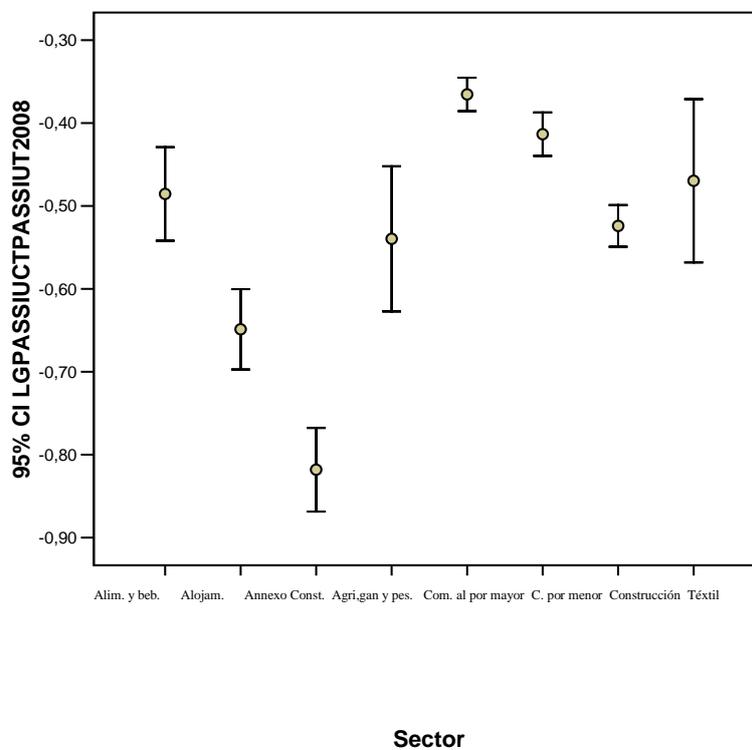
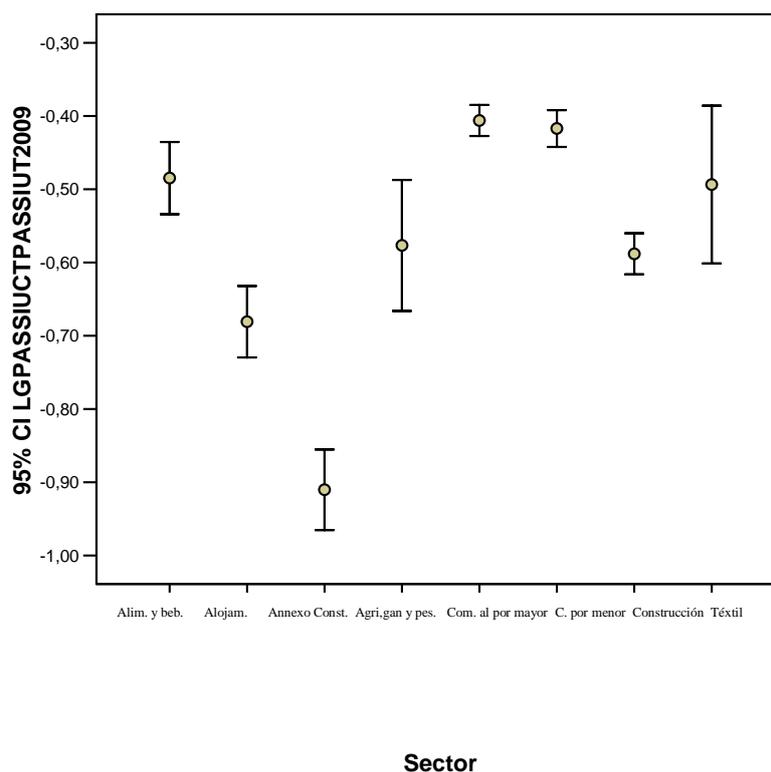


GRÁFICO 12: Comparativa por sectores, 2009



Por otra parte, al igual que ocurre con el análisis de la financiación ajena respecto al total del pasivo, se observó poca dispersión en los diagramas de caja siendo el de Anexo a la construcción, el sector que tenía algunos valores atípicos, a pesar de la eliminación previa de los outliers.

5.1.3 Apalancamiento financiero

El apalancamiento financiero considera el efecto que produce en la rentabilidad de los fondos propios el hecho de utilizar también fondos ajenos, obteniendo el total de la muestra unos valores del 2,27 para el 2007, 1,85 para el 2008 y 1,68 para el 2009.

El aspecto más interesante a destacar, tal y como se puede ver en el cuadro 7, es como en la gran mayoría de los sectores hubo una reducción del nivel de apalancamiento. Entre los diversos sectores se observó como el de la Agricultura,

ganadería y pesca fue el que hizo una reducción más importante, mientras que los demás se mantuvieron relativamente estables, como es el caso del sector de Alimentación y bebidas, Alojamiento y restauración, Comercio al por menor y Textil.

CUADRO 7: Apalancamiento financiero por sectores, 2007-2009

	2007	2008	2009
Agricultura, ganadería y pesca	2,37	1,45	1,33
Alimentación y bebidas	1,89	1,76	1,85
Alojamiento y restauración	1,59	1,63	1,66
Anexo de la construcción	1,84	1,53	1,41
Comercio al por mayor	2,30	2,03	1,67
Comercio al por menor	2,35	1,95	2,00
Construcción	2,66	1,97	1,68
Textil	2,19	1,57	1,77

Esto se debió principalmente a una merma del endeudamiento ajeno, pero, sobre todo, a la caída del BAI y del BAIT. De hecho, los resultados pasaron de una meda de 77,94 miles de euros en 2007, a 47,53 en 2008 y 33,71 en 2009 de media (cuadro 8).

CUADRO 8: Resultado del ejercicio (en miles de euros), 2007-2009

	2007	2008	2009
Agricultura, ganadería y pesca	63,40	42,20	54,04
Alimentación y bebidas	118,44	108,17	116,65
Alojamiento y restauración	53,35	28,95	21,95
Anexo de la construcción	67,61	40,99	31,10
Comercio al por mayor	99,40	69,61	50,36
Comercio al por menor	52,15	39,33	32,04
Construcción	85,30	38,98	14,96
Textil	58,67	18,73	19,20

Resulta relevante ver como el sector de la Agricultura, ganadería y pesca y el de Alimentación y Bebidas fueron los únicos que en 2009 recuperaron resultado frente a la caída general y global del año 2008. Esto se debe en gran parte porque en un contexto de crisis generalizada la población reduce el nivel de consumo, pero aspectos como la alimentación y sectores relacionados (como el de Agricultura, ganadería y pesca) tienen una demanda más inelástica y eso se traduce en el mantenimiento de sus resultados.

El apalancamiento, como se ha visto, indica las variaciones que los cambios de la financiación provocan en las utilidades por acción y en el precio que pueden tener, aspecto que afecta más a las empresas grandes (con acciones más líquidas) que a las pequeñas. Sin embargo, también explica hasta qué punto para las empresas es interesante continuar endeudándose para maximizar su estructura financiera y sus inversiones.

En este sentido, con un valor superior a 1, se viene a considerar como positivo una mayor exposición a fondos ajenos. Éste sería el caso global de todos los sectores donde, a pesar de la reducción del resultado, un mayor endeudamiento implicaría una mayor rentabilidad.

Los resultados obtenidos en esta primera fase del estudio empírico permiten demostrar que en el período 2007-2009, coincidiendo con el inicio de la crisis actual, las pymes de los sectores estudiados redujeron su financiación ajena y, en especial, los recursos ajenos a corto plazo. Sin embargo, se ha observado que el comportamiento del ratio de apalancamiento fue diverso según el sector que se analice, mientras, que para algunos cada vez fue menos recomendable que incrementaran su financiación ajena, para otros, en cambio, fue justamente lo contrario.

Estos resultados permitieron pensar en ampliar el campo de investigación para obtener conclusiones más generales. La segunda fase del estudio empírico, pues, tomó como punto de partida todas las pymes que tenían su domicilio social

en Cataluña, sin distinción de sectores y sin excluir las microempresas. También se ampliaron los aspectos a estudiar, analizando en primer lugar la estructura económica y financiera de las empresas, para continuar con los indicadores propios de la financiación. Además de realizar un análisis general de la muestra y por sectores de cada uno de estos parámetros, se clasificaron las empresas en función del tamaño (por cifra de facturación y por número de empleados) y se relacionaron los resultados obtenidos con el proceso de crisis económica y restricción crediticia.

5.2 Pymes catalanas

En el desarrollo de esta segunda fase empírica se procede en primer lugar al estudio de las estructuras económicas y financieras de las pymes catalanas y a su evolución durante los años 2008, 2009 y 2010. Dado que en el momento de obtención de datos se disponían de los balances de 2010 se optó por trabajar con los datos más recientes.

5.2.1 Estructuras de balance de las pymes

En los cuadros 9 y 10 se pueden observar las estructuras económicas y financieras de las pymes, así como su evolución a lo largo de período estudiado.

CUADRO 9: Estructura del activo, 2008-2010

	2008	2009	2010
Activo no corriente	61,88 %	61,29 %	61,16 %
Activo corriente	38,12 %	38,71 %	38,84 %

CUADRO 10: Estructura del patrimonio neto y pasivo, 2008-2010

	2008	2009	2010
Patrimonio neto	26,32 %	27,40 %	28,07 %
Pasivo no corriente	27,82 %	28,88 %	28,48 %
Pasivo corriente	45,86 %	43,72 %	43,45 %

No se observan cambios importantes durante estos años, sobre todo en el activo, en el que puede verse una ligera disminución del porcentaje del activo no corriente y un ligero aumento del porcentaje del activo corriente.

En el patrimonio neto y pasivo, en cambio, se ven algunos cambios en la estructura financiera. Por un lado, se produce un incremento del porcentaje del patrimonio neto que aumenta en 1,08 puntos en 2009 y en 0,67 puntos en 2010. El pasivo no corriente sufre un incremento similar para el año 2009, mientras que para el 2010 se observa una ligera disminución. Por otro lado, se ve como el

pasivo corriente disminuye notablemente en 2009 (2,14 puntos) y en menor medida en 2010 (0,27 puntos).

Para todo el período predominó la deuda con vencimiento a corto plazo en todos los años analizados.

5.2.2 Los fondos propios (el patrimonio neto)

Dado que uno de los objetivos de la presente tesis es analizar la estructura financiera de las pymes, se procede aquí a un estudio más detallado de las diversas fuentes de financiación, empezando por el patrimonio neto.

5.2.2.1 El capital

En general, el capital de las pymes catalanas aumentó ligeramente en los años 2008, 2009 y 2010. En el año 2008 el capital tenía una media de 58,06 miles de euros, en el 2009 de 60,78 miles de euros, y en el 2010 de 62,78 miles de euros.

Hubo, por tanto, un refuerzo por parte de los accionistas del capital de las sociedades. Cómo se observa en el cuadro 11 en las medianas, valor más protegido de atípicos, se observa la confirmación de esta tendencia.

CUADRO 11: Capital (en miles de euros), 2008-2010

	2008	2009	2010
Media	58,06	60,78	62,78
Mediana	9,25	10,79	12,00

- Por código de actividad económica (CNAE).

En el cuadro 12 se observan las medianas y las variaciones de la variable capital para todo el periodo individualizado por sectores de actividad. Se observa que la mediana de 2008 a 2010 no se redujo en ninguno de los sectores.

CUADRO 12: Capital por sectores (en miles de euros), 2008-2010

<i>Código CNAE</i>	Mediana			Variación			
	2008	2009	2010	2009 vs 2008	2010 vs 2009	2010 vs 2008	
<i>1812</i>	12,03	12,86	13,36	0,83	0,50	1,33	11,06%
<i>2512</i>	7,86	8,33	8,90	0,47	0,57	1,04	13,23%
<i>4110</i>	25,00	26,00	30,00	1,00	4,00	5,00	20,00%
<i>4121</i>	6,00	6,00	6,00	0,00	0,00	0,00	0,00%
<i>4321</i>	6,00	6,01	6,01	0,01	0,00	0,01	0,17%
<i>4322</i>	4,50	5,00	5,55	0,50	0,55	1,05	23,33%
<i>4329</i>	3,50	3,60	4,00	0,10	0,40	0,50	14,29%
<i>4332</i>	6,01	6,01	6,01	0,00	0,00	0,00	0,00%
<i>4399</i>	4,00	4,00	4,00	0,00	0,00	0,00	0,00%
<i>4511</i>	37,86	48,60	46,89	10,74	-1,71	9,03	23,85%
<i>4520</i>	12,02	12,02	12,02	0,00	0,00	0,00	0,00%
<i>4619</i>	3,10	3,11	3,20	0,01	0,09	0,10	3,23%
<i>4669</i>	12,00	12,00	12,02	0,00	0,02	0,02	0,17%
<i>4673</i>	24,04	24,64	27,04	0,60	2,40	3,00	12,48%
<i>4690</i>	12,02	15,02	15,10	3,00	0,08	3,08	25,62%
<i>4759</i>	9,02	9,02	9,75	0,00	0,73	0,73	8,09%
<i>4771</i>	6,01	6,01	6,15	0,00	0,14	0,14	2,33%
<i>4778</i>	8,50	9,02	9,02	0,52	0,00	0,52	6,06%
<i>4941</i>	34,25	36,06	39,00	1,81	2,94	4,75	13,87%
<i>5510</i>	29,37	30,02	30,07	0,65	0,05	0,70	2,38%
<i>5610</i>	6,00	6,00	6,00	0,00	0,00	0,00	0,00%
<i>5630</i>	3,11	3,15	3,20	0,04	0,05	0,09	2,89%
<i>6209</i>	4,00	4,00	4,10	0,00	0,10	0,10	2,50%
<i>6622</i>	3,10	3,10	3,10	0,00	0,00	0,00	0,00%
<i>6810</i>	33,05	36,00	36,06	2,95	0,06	3,01	9,11%
<i>6820</i>	72,12	75,23	78,13	3,11	2,90	6,01	8,33%
<i>6832</i>	6,01	6,01	6,10	0,00	0,09	0,09	1,50%
<i>6910</i>	3,50	3,50	3,50	0,00	0,00	0,00	0,00%
<i>6920</i>	6,00	6,00	6,00	0,00	0,00	0,00	0,00%
<i>7022</i>	3,75	4,00	4,00	0,25	0,00	0,25	6,67%
<i>7111</i>	3,10	3,10	3,10	0,00	0,00	0,00	0,00%
<i>7112</i>	3,79	4,00	4,00	0,21	0,00	0,21	5,54%
<i>7311</i>	3,20	3,20	3,30	0,00	0,10	0,10	3,12%
<i>7490</i>	3,50	3,60	3,60	0,10	0,00	0,10	2,86%
<i>7911</i>	6,01	6,01	6,01	0,00	0,00	0,00	0,00%
<i>8299</i>	4,00	4,50	4,35	0,50	-0,15	0,35	8,75%
<i>9602</i>	3,17	3,34	3,34	0,17	0,00	0,17	5,36%

Del estudio de los datos contenidos en dicho cuadro se ven sectores que mantuvieron su capital estable, como en el caso de las empresas del sector 4121 (Construcción de edificios residenciales), 4332 (Instalación de carpintería), 4399 (Otras actividades de construcción especializada), 4520 (Mantenimiento y reparación de vehículos de motor), 5610 (Restaurantes y puestos de comida), 6622 (Actividades de agentes y corredores de seguros), 6910 (Actividades jurídicas), 6920 (Actividades de contabilidad, y auditoría), 7111 (Servicios técnicos de arquitectura) y 7911 (Actividades de las agencias de viajes).

Destaca el refuerzo generalizado del capital para reforzar las estructuras de financieras de las pymes. A nivel porcentual las empresas que reforzaron más su capital fueron las pertenecientes a los sectores de actividad 4110 (Promoción inmobiliaria), 4322 (Fontanería, instal. de sistemas de calefacción), 4511 (Venta de automóviles y vehículos de motor ligeros) y 4690 (Comercio al por mayor no especializado). Los dos primeros grupos pertenecen al sector de la construcción, fuertemente afectado por la crisis económica, y, en este caso, se observa claramente como ante la situación de restricción crediticia se optó por reforzar el capital.

- Por facturación

Si en el análisis del capital clasificamos a las empresas en función de su facturación, se ve que las que incrementaron de manera más notable su capitalización fueron las que facturaron por debajo de los 5.000.000 euros, destacando las que se encontraban entre 1.000.001 y 5.000.000 con un 24,79% y, en menor medida las que facturaban menos de 1.000.000.

CUADRO 13: Capital por ingresos de explotación (en miles de euros), 2008-2010

	Mediana			Variación			
	2008	2009	2010	2009 vs 2008	2010 vs 2009	2010 vs 2008	
Ingresos de explotación							
Menor de 1.000.000	6,01	6,1	7,21	0,09	1,11	1,20	19,97%
De 1.000.001 a 5.000.000	36,06	40,47	45	4,41	4,53	8,94	24,79%
Más de 5.000.000	60,11	60,2	60,22	0,09	0,02	0,11	0,18%

Para las empresas con mayor nivel de facturación, en cambio, el incremento de su capital fue mucho menor, tan sólo de un 0,18%. Este hecho tiene una relación directa con la mayor capacidad de estas empresas para buscar financiación ajena en contra de las más pequeñas que, ante mayores problemas de financiación, son los socios los que deben hacer frente a las necesidades de la sociedad con un mayor compromiso económico con las mismas.

- Por empleados

Por otro lado, si en el análisis de esta variable clasificamos la muestra en función del número de empleados, se observa como las empresas con menos de dos empleados no sufrieron cambios en su capitalización, mientras que las empresas que contaban de 3 a 50 empleados incrementaron su capital en un 24,96 % y las de más de 50 empleados en un 2,12%.

CUADRO 14: Capital por número de empleados (en miles de euros), 2008-2010

	Mediana			Variación			
	2008	2009	2010	2009 vs 2008	2010 vs 2009	2010 vs 2008	
Número de empleados							
Menos de 2	6	6	6	0,00	0,00	0,00	0,00%
De 3 a 50	12,02	15	15,02	2,98	0,02	3,00	24,96%
Más de 50	58,75	59,50	60	0,75	0,5	1,25	2,12%

5.2.2.2 Los beneficios

En el caso de los beneficios, se observa una caída generalizada de los mismos. La media bajó de manera drástica desde el año 2008 al 2009, manteniéndose la caída en el 2010, aunque de manera no tan drástica. Este efecto también se observa en la mediana, como se ve en el cuadro 15.

CUADRO 15: Resultado de explotación (en miles de euros), 2008-2010

	2008	2009	2010
Media	5,2	-0,8	-0,94
Mediana	3,5	2,0	1,8

- Por código de actividad económica (CNAE)

En el cuadro 16 se observan las medianas y las variaciones del resultado de explotación, por sectores, en el que se puede observar que la reducción de beneficios fue generalizada en casi todos ellos de manera muy pronunciada.

CUADRO 16: Resultado de explotación por sectores (en miles de euros), 2008-2010

CNAE	Mediana			Variación			
	2008	2009	2010	2009 vs 2008	2010 vs 2009	2010 vs 2008	
1812	3,21	1,31	1,51	-1,90	0,20	-1,70	-52,96%
2512	4,31	1,44	0,44	-2,87	-1,00	-3,87	-89,79%
4110	0,70	-1,32	-0,97	-2,02	0,35	-1,67	-238,57%
4121	3,37	1,11	0,16	-2,26	-0,95	-3,21	-95,25%
4321	5,73	2,14	1,45	-3,59	-0,69	-4,28	-74,69%
4322	6,04	2,08	1,22	-3,96	-0,86	-4,82	-79,80%
4329	4,86	2,21	1,05	-2,65	-1,16	-3,81	-78,40%
4332	3,10	1,06	0,54	-2,04	-0,52	-2,56	-82,58%
4399	5,05	1,82	1,14	-3,23	-0,68	-3,91	-77,42%
4511	1,15	0,96	0,99	-0,20	0,04	-0,16	-13,91%
4520	2,28	1,29	1,06	-0,99	-0,23	-1,22	-53,51%
4619	4,52	2,25	2,86	-2,27	0,61	-1,66	-36,73%
4669	11,06	5,06	6,34	-6,00	1,28	-4,72	-42,68%
4673	6,88	1,59	1,42	-5,29	-0,17	-5,46	-79,36%
4690	5,66	3,35	3,21	-2,31	-0,14	-2,45	-43,29%
4759	1,16	0,22	0,16	-0,94	-0,06	-1,00	-86,21%
4771	0,94	0,41	0,22	-0,53	-0,19	-0,72	-76,60%
4778	1,35	0,93	0,46	-0,42	-0,47	-0,89	-65,93%
4941	2,09	1,40	1,10	-0,69	-0,30	-0,99	-47,37%
5510	2,47	0,07	0,44	-2,40	0,37	-2,03	-82,19%
5610	0,98	0,72	0,40	-0,26	-0,32	-0,58	-59,18%
5630	1,27	0,55	0,48	-0,72	-0,07	-0,79	-62,20%
6209	3,85	2,15	2,81	-1,70	0,66	-1,04	-27,01%
6622	4,24	3,39	3,37	-0,85	-0,02	-0,87	-20,52%
6810	0,53	0,23	0,72	-0,30	0,49	0,19	35,85%
6820	5,41	5,19	5,82	-0,22	0,63	0,41	7,58%
6832	0,87	0,65	2,18	-0,22	1,53	1,31	150,57%
6910	7,67	5,20	4,93	-2,47	-0,27	-2,74	-35,72%
6920	3,77	3,17	2,46	-0,60	-0,71	-1,31	-34,75%
7022	4,86	3,06	2,78	-1,80	-0,28	-2,08	-42,80%
7111	7,34	2,32	0,71	-5,02	-1,61	-6,63	-90,33%
7112	5,75	3,59	2,93	-2,16	-0,66	-2,82	-49,04%
7311	5,47	2,08	2,23	-3,39	0,15	-3,24	-59,23%
7490	4,33	2,43	2,05	-1,90	-0,38	-2,28	-52,66%
7911	1,52	0,91	1,09	-0,61	0,18	-0,43	-28,29%
8299	3,89	2,79	1,92	-1,10	-0,87	-1,97	-50,64%
9602	0,36	0,37	-0,30	0,01	-0,67	-0,66	-183,33%

Destacaron, por tener signo contrario, el caso de los sectores de actividad 6810 (Compraventa de bienes inmobiliarios), 6820 (Alquiler de bienes inmobiliarios por cuenta propia) y 6832 (Gestión y administración de la propiedad inmobiliaria) con incrementos del 35,85%, 7,58% y 150,57% entre 2008 y 2010. Todas estas actividades están vinculadas a actividades inmobiliarias con lo que teniendo en cuenta la situación de crisis económica y, sobre todo, siendo sectores muy vinculados al sector de la construcción resulta sorprendente. Se debe considerar aquí que, en estos sectores, parte de la caída se produjo con anterioridad y durante el 2008, con lo que los incrementos posteriores a esta fecha, al partir de bases más bajas, resultarían importantes al menos porcentualmente.

En el resto de sectores se observan reducciones de beneficios importantes, siendo destacadas las caídas del sector 4110 (Promoción inmobiliaria), con un descenso del 238,57%, o del 9602 (Peluquería y otros tratamientos de belleza) con una bajada de 183,33%.

Se observó pues una diferencia entre las actividades inmobiliarias relacionadas con la gestión y administración de la propiedad inmobiliaria o la compraventa y el alquiler de bienes inmobiliarios por cuenta propia con la actividad general de promoción inmobiliaria que sí tuvo una caída muy pronunciada.

- Por facturación

Si analizamos esta reducción de beneficios en relación al nivel de facturación, se ve que el beneficio cayó sobre todo en aquellas empresas con menor facturación, con una reducción de más del 50% (ver cuadro 17). En cambio, aquellas empresas con una facturación media, no sufrieron caídas tan importantes, que se sitúan alrededor del 18,01%.

CUADRO 17: Resultado de explotación por ingresos de explotación (en miles de euros), 2008-2010

	Mediana			Variación			
	2008	2009	2010	2009 vs 2008	2010 vs 2009	2010 vs 2008	
Ingresos de explotación							
Menor de 1.000.000	2,48	1,28	1,11	-1,20	-0,17	-1,37	-55,24%
De 1.000.001 a 5.000.000	45,37	36,42	37,2	-8,95	0,78	-8,17	-18,01%
Más de 5.000.000	88,08	81,16	95,57	-6,92	14,41	7,49	8,50%

Las pymes con mayor facturación vieron, por contra, incrementado su beneficio, si bien se observa una disminución entre 2008 y el 2009. El 2010 hubo una recuperación importante que hizo que en el período observado de los tres años, se incrementara el beneficio en un 8,5%.

- Por empleados

Por otro lado, si en este análisis tenemos en cuenta el número de empleados, se observa que las pymes con menos de 50 trabajadores, fueron las que tuvieron una mayor caída de los beneficios: un 50,86% en el caso de las que tenían menos de dos trabajadores y un 51,42% de las que estaban entre 3 y 50 trabajadores.

CUADRO 18: Resultado de explotación por número de empleados (en miles de euros), 2008-2010

	Mediana			Variación			
	2008	2009	2010	2009 vs 2008	2010 vs 2009	2010 vs 2008	
Número de empleados							
Menos de 2	1,75	0,94	0,86	-0,81	-0,08	-0,89	-50,86%
De 3 a 50	5,99	3,37	2,91	-2,62	-0,46	-3,08	-51,42%
Más de 50	22,22	23,96	27,15	1,74	3,19	4,93	22,19%

Aquellas sociedades con más empleados, por contra, tuvieron un incremento de los resultados, además de manera continua, produciéndose el

mayor incremento entre 2009 y el 2010, y obteniéndose, para todo el período analizado, un incremento del 22,19%.

5.2.2.3 Los fondos propios sobre el total del patrimonio neto y el pasivo

Considerando el papel de los fondos propios sobre el total del patrimonio neto y pasivo de las empresas se puede observar hasta qué punto las empresas sustituyeron financiación ajena por propia.

CUADRO 19: Fondos propios sobre el total del patrimonio neto y pasivo, 2008-2010

	2008	2009	2010
Mediana	26,32%	27,40%	28,07%

En este sentido, los datos indican como en el año 2008, la mediana del valor de los fondos propios se situaba en el 26,32% del total del patrimonio neto y pasivo. En el 2009, era del 27,40% y en el 2010 del 28,07%.

Sin embargo, la reducción del endeudamiento no fue muy importante, y esto se explica por la mayor bancarización de la deuda de las pymes que, ante las dificultades de acceder a otros mercados de capitales, deben adaptarse ya sea a un mayor coste de financiación o con una reducción de fondos de financiación. O bien, optar por una reducción de estructura sin afectar su estructura de capital o, en caso de necesidad, optando por ampliaciones de capital sin que se vea afectada su estructura de propiedad.

Del análisis de datos de este apartado, destaca, pues, la progresiva sustitución de los fondos ajenos por fondos propios, aunque de manera poco acentuada pero sí continúa.

- Por código de actividad económica (CNAE)

En el cuadro 20 se observan las medianas y las variaciones del patrimonio neto sobre el total del patrimonio neto y pasivo.

CUADRO 20: Patrimonio neto sobre total patrimonio neto y pasivo por sectores, 2008-2010

CNAE	Mediana			Variación			
	2008	2009	2010	2009 vs 2008	2010 vs 2009	2010 vs 2008	
1812	0,2515	0,2487	0,2509	0,00	0,00	0,00	-0,24%
2512	0,2658	0,2619	0,2389	0,00	-0,02	-0,03	-10,12%
4110	0,1241	0,1335	0,1452	0,01	0,01	0,02	17,00%
4121	0,2212	0,2307	0,2212	0,01	-0,01	0,00	0,00%
4321	0,2515	0,271	0,2807	0,02	0,01	0,03	11,61%
4322	0,2641	0,2786	0,2821	0,01	0,00	0,02	6,82%
4329	0,2228	0,2442	0,2317	0,02	-0,01	0,01	3,99%
4332	0,2266	0,2203	0,2179	-0,01	0,00	-0,01	-3,84%
4399	0,2334	0,2402	0,2288	0,01	-0,01	0,00	-1,97%
4511	0,1855	0,195	0,208	0,01	0,01	0,02	12,13%
4520	0,2578	0,2513	0,2532	-0,01	0,00	0,00	-1,78%
4619	0,3027	0,3343	0,3416	0,03	0,01	0,04	12,85%
4669	0,3145	0,3198	0,3223	0,01	0,00	0,01	2,48%
4673	0,2817	0,2916	0,3067	0,01	0,02	0,03	8,87%
4690	0,2344	0,2556	0,2638	0,02	0,01	0,03	12,54%
4759	0,1958	0,1937	0,1833	0,00	-0,01	-0,01	-6,38%
4771	0,1185	0,1314	0,1385	0,01	0,01	0,02	16,88%
4778	0,1799	0,1957	0,2023	0,02	0,01	0,02	12,45%
4941	0,2491	0,2482	0,2604	0,00	0,01	0,01	4,54%
5510	0,2101	0,2181	0,2452	0,01	0,03	0,04	16,71%
5610	0,1899	0,1868	0,1795	0,00	-0,01	-0,01	-5,48%
5630	0,1618	0,1636	0,1672	0,00	0,00	0,01	3,34%
6209	0,2944	0,307	0,3348	0,01	0,03	0,04	13,72%
6622	0,3815	0,3841	0,4261	0,00	0,04	0,04	11,69%
6810	0,1901	0,2081	0,2305	0,02	0,02	0,04	21,25%
6820	0,3764	0,3986	0,4221	0,02	0,02	0,05	12,14%
6832	0,2061	0,2097	0,2395	0,00	0,03	0,03	16,21%
6910	0,3252	0,3465	0,3884	0,02	0,04	0,06	19,43%
6920	0,3611	0,3735	0,3807	0,01	0,01	0,02	5,43%
7022	0,343	0,3567	0,3698	0,01	0,01	0,03	7,81%
7111	0,4564	0,4807	0,4641	0,02	-0,02	0,01	1,69%
7112	0,351	0,3583	0,386	0,01	0,03	0,04	9,97%
7311	0,2877	0,2973	0,3047	0,01	0,01	0,02	5,91%
7490	0,3163	0,3408	0,3536	0,02	0,01	0,04	11,79%
7911	0,4587	0,4516	0,4558	-0,01	0,00	0,00	-0,63%
8299	0,3268	0,3497	0,3534	0,02	0,00	0,03	8,14%
9602	0,1013	0,1074	0,1276	0,01	0,02	0,03	25,96%

La evolución dentro de la estructura financiera de las empresas analizadas por sectores de actividad tuvo valores dispares. Si bien, en su mayoría, se observan incrementos de diversa consideración.

Cabe recordar que, dentro de la categoría de los fondos propios (patrimonio neto), se encuentran el capital, las reservas y el resultado de ejercicio. En los dos subapartados anteriores se ha estudiado que durante el período analizado, por un lado el capital se había incrementado, pero en cambio, por otro, los resultados habían disminuido. Al estudiar los fondos propios en su conjunto hay que tener en cuenta, pues, que el incremento de uno de los componentes compensa, en parte, el decremento del otro.

Por ello, el incremento del patrimonio neto viene a confirmar que las pymes optaron por pasar los beneficios a reservas para fortalecer los fondos propios y, a su vez, en un contexto sumamente desfavorable para la financiación, dejar estos resultados dentro de las sociedades.

Aun así se observaron algunas diferencias entre los distintos sectores de actividad. Si bien la mayoría incrementó el porcentaje de sus fondos propios sobre el total del patrimonio neto y pasivo y, por lo tanto, redujeron la dependencia de fondos ajenos, hubo algunos sectores en los que se produjo una reducción. Este sería el caso de las empresas con los CNAEs 1812 (Otras actividades de impresión y artes gráficas), 2512 (Fabricación de carpintería metálica), 4332 (Instalación de carpintería), 4399 (Otras actividades de construcción especializada), 4520 (Mantenimiento y reparación de vehículos de motor), 4759 (Comercio al por menor de artículos de uso doméstico), 5610 (Restaurantes y puestos de comida) y 7911 (Actividades de las agencias de viajes).

El mayor incremento se produjo en los sectores 4110 (Promoción inmobiliaria), 6910 (Actividades jurídicas) y 9602 (Peluquería y otros

tratamientos de belleza). Los sectores con más patrimonio neto respecto al total de su patrimonio neto y pasivo fueron los de los códigos 6622 (Actividades de agentes y corredores de seguros), 6820 (Alquiler de bienes inmobiliarios por cuenta propia), 7111 (Servicios técnicos de arquitectura) y el 7911 (Actividades de las agencias de viajes). Por contra, los menores fueron el 4110 (Promoción inmobiliaria), 4771 (Comercio al por menor de prendas de vestir), 5610 (Restaurantes y puestos de comida), 5630 (Establecimientos de bebidas) y 9602 (Peluquería y otros tratamientos de belleza).

- Por facturación

Si en el análisis de esta variable tenemos en cuenta la facturación, se ve que las empresas con menor facturación fueron las que más incrementaron su proporción de patrimonio neto sobre el total del patrimonio neto y el pasivo. También se observa que las empresas que facturaron en el último ejercicio menos de 5.000.000 €, tuvieron un incremento de 7,69 %.

CUADRO 21: Patrimonio neto sobre total del patrimonio neto y el pasivo por ingresos de explotación, 2008-2010

Ingresos de explotación	Mediana			Variación			
	2008	2009	2010	2009 vs 2008	2010 vs 2009	2010 vs 2008	
Menor de 1.000.000	0,26	0,27	0,28	0,01	0,01	0,02	7,69%
De 1.000.001 a 5.000.000	0,26	0,28	0,28	0,02	0,00	0,02	7,69%
Más de 5.000.000	0,19	0,18	0,18	-0,01	0,00	-0,01	-5,26%

En cambio, las empresas que facturaron más de 5.000.000 de euros redujeron un 5,26 % la cobertura de los fondos propios sobre el total del pasivo y el patrimonio neto. Hay que tener en cuenta, además, que las empresas de este grupo ya tenían en 2008 un nivel inferior del patrimonio neto (19 %), frente al

resto de empresas cuyo patrimonio neto representaba un 26 %. Hay que destacar este aspecto, sobre todo en contraposición con los resultados obtenidos en los apartados anteriores donde se observaba como estas empresas habían incrementado su capital en menor cuantía pero, a su vez, habían tenido resultados mejores que las que facturaban menos y una evolución más positiva del resultado. Es decir, a pesar de contar con más capacidad de autofinanciación, la demanda de fondos ajenos fue más importante que en los otros segmentos.

Tal y como se desprende de la teoría y de las variables analizadas, estas empresas tienen mayor facilidad para encontrar financiación y, a su vez, al tener estructuras de financiación mayores, los propietarios suelen ser más difusos que en las empresas más pequeñas (dónde suele mantenerse el capital en el núcleo familiar). Esto conlleva que la remuneración de los socios sea más invariable que en el caso de las más pequeñas, que tienen más restricciones ante los mercados de capitales y los bancos. Esto explicaría que, aun teniendo mayores beneficios, no opten por incrementar el patrimonio neto con fondos autogenerados, y aprovechen la mejor accesibilidad a otro tipo de financiación (bancaria básicamente).

- Por número de empleados

Si se introduce la variable número de empleados en el análisis, se ve que las pymes con menor número de trabajadores, por lo tanto, pequeñas y microempresas fueron las que sufrieron una variación mayor y negativa (-10,34%) de la participación del patrimonio neto sobre el total del patrimonio neto y el pasivo. Si bien, también eran las que partían con un porcentaje mayor.

CUADRO 22: Patrimonio neto sobre total patrimonio neto y pasivo por número de empleados, 2008-2010

Número de empleados	Mediana			Variación			
	2008	2009	2010	2009 vs 2008	2010 vs 2009	2010 vs 2008	
Menos de 2	0,29	0,29	0,26	0,00	-0,03	-0,03	-10,34%
De 3 a 50	0,28	0,29	0,29	0,01	0,00	0,01	3,57%
Más de 50	0,24	0,23	0,23	-0,01	0,00	-0,01	-4,17%

En cambio, las pymes que tenían de 3 a 50 trabajadores incrementaron ligeramente este indicador en un 3,57%, siendo las que en el 2010 presentaban unos balances con mayor patrimonio neto.

Las sociedades con más de 50 empleados, que ya partían de niveles más bajos, redujeron sus fondos propios en 4,17 % respecto al año 2008. Aspecto coherente con el hecho de que hay una correlación positiva entre las empresas que facturan más y las que tienen mayor número de trabajadores.

5.2.2.4 Los resultados y su papel en los fondos propios

El resultado es una de las posibles vías de financiación de la empresa, en este caso de financiación interna. La correlación entre el resultado positivo y el refuerzo del patrimonio neto, por lo tanto, es positivo, ya que parte del principio teórico anteriormente descrito. Así queda demostrado en los diagramas de dispersión de los gráficos 13, 14 y 15.

Como se ve en los mismos, se puede trazar una línea en todos los años, que marca una clara tendencia entre la correspondencia del resultado del año anterior y su paso al patrimonio neto. Hecho que viene a resaltar la importancia de los recursos autogenerados y la política de las pymes de mantenerlos en la empresa, reduciendo el pago de dividendos y, asimismo, hacer frente a las dificultades de financiación a través de fondos ajenos.

GRÁFICO 13: Relación entre resultado de explotación 2009 y fondos propios del 2010

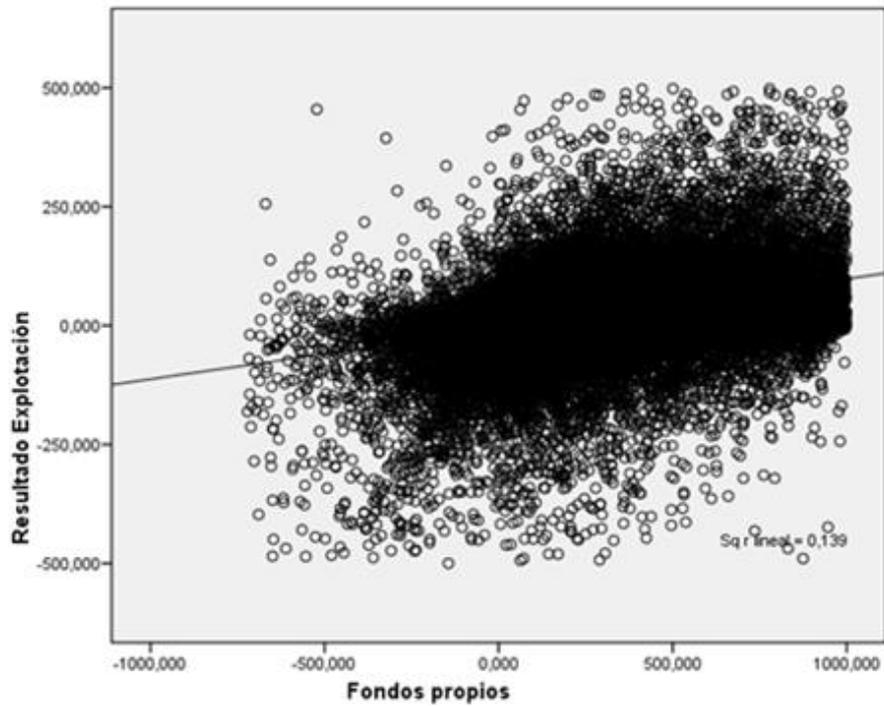


GRÁFICO 14: Relación entre resultado de explotación 2008 y fondos propios del 2009

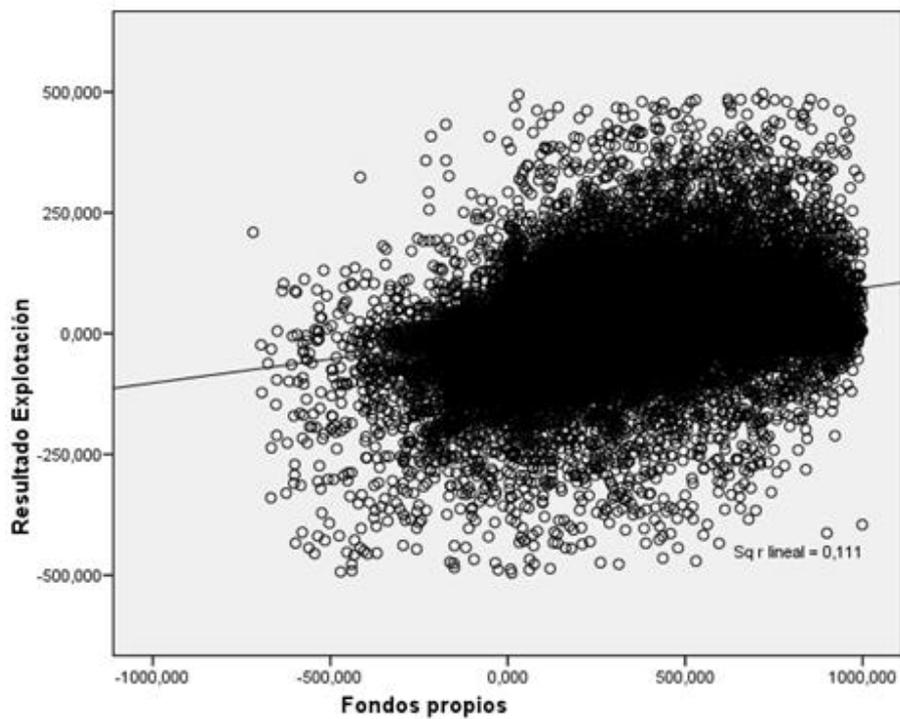
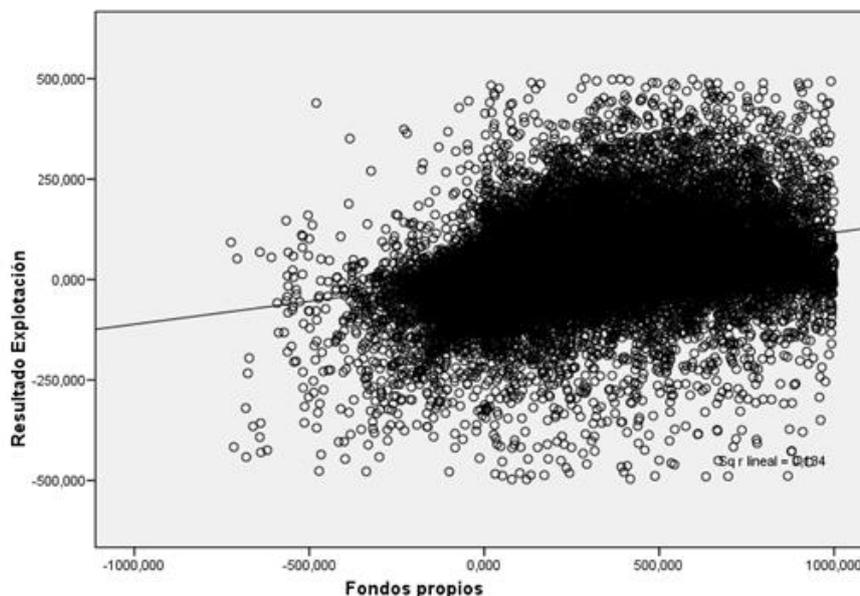


GRÁFICO 15: Relación entre resultado de explotación 2007 y fondos propios del 2008



5.2.3 Los fondos ajenos (pasivo)

Una vez analizados los fondos propios, a continuación, se hace lo propio con la evolución de los fondos ajenos, empezando por el pasivo corriente.

5.2.3.1 La financiación ajena

Al estudiar los valores por el total de financiación ajena se observa poca variación en valores absolutos de la misma, tal y como se muestra en el cuadro 23.

CUADRO 23: Financiación ajena (en miles de euros), 2008-2010

	2008	2009	2010
Media	449,38	440,63	441,85
Mediana	193,54	191,21	191,09

Se ve, pues, cómo se produjo una reducción del endeudamiento en valores absolutos en el período estudiado, aunque la bajada más importante se produjo del año 2008 al 2009.

- Por código de actividad económica (CNAE)

En el cuadro 24 se observan las medianas de la financiación ajena por CNAE.

Se puede observar que el pasivo se redujo de forma generalizada, aunque no fue el caso de las empresas con los códigos CNAE 4329 (Otras instalaciones en obras de construcción), 4332 (Instalación de carpintería), 4520 (Mantenimiento y reparación de automóviles y vehículos de motor), 4759 (Comercio al por menor de artículos de uso doméstico), 4771 (Comercio al por menor de prendas de vestir), 4778 (Otro comercio al por menor), 5510 (Hoteles y alojamientos similares), 6209 (Otros servicios relacionados con las tecnologías de la información y la informática), 7022 (Otras actividades de consultoría de gestión empresarial), 7111 (Servicios técnicos de arquitectura), 7490 (Otras actividades profesionales, científicas y técnicas), 8299 (Otras actividades de apoyo a las empresas) y 9602 (Peluquería y otros tratamientos de belleza). De ellos destacó el fuerte incremento del 8299 (Otras actividades de apoyo a las empresas) y 6209 (Otros servicios relacionados con las tecnologías de la información y la informática).

CUADRO 24: Financiación ajena por sector (en miles de euros), 2008-2010

CNAE	Mediana			Variación			
	2008	2009	2010	2009 vs 2008	2010 vs 2009	2010 vs 2008	
1812	207,65	204,5	202,14	-3,15	-2,36	-5,51	-2,65%
2512	189,25	184,73	179,21	-4,52	-5,52	-10,04	-5,31%
4110	731,68	685,72	624,47	-45,96	-61,25	-107,21	-14,65%
4121	206,86	201,51	197,34	-5,35	-4,17	-9,52	-4,60%
4321	164,19	158,71	159,74	-5,48	1,03	-4,45	-2,71%
4322	162,74	157,28	157,85	-5,46	0,57	-4,89	-3,00%
4329	159,35	158,01	159,66	-1,34	1,65	0,31	0,19%
4332	139,81	135,8	144,57	-4,01	8,77	4,76	3,40%
4399	200,62	186,65	191,69	-13,97	5,04	-8,93	-4,45%
4511	383,99	332,32	337,81	-51,67	5,49	-46,18	-12,03%
4520	146,43	146,88	150,24	0,45	3,36	3,81	2,60%
4619	111,95	106,19	101,4	-5,76	-4,79	-10,55	-9,42%
4669	363,33	344,25	334,9	-19,08	-9,35	-28,43	-7,82%
4673	365,04	342,11	333,99	-22,93	-8,12	-31,05	-8,51%
4690	279,03	282,9	275,77	3,87	-7,13	-3,26	-1,17%
4759	200,66	199,6	204,37	-1,06	4,77	3,71	1,85%
4771	198,51	201,79	207,39	3,28	5,60	8,88	4,47%
4778	150,36	150,11	159,18	-0,25	9,07	8,82	5,87%
4941	280,31	258,43	252,67	-21,88	-5,76	-27,64	-9,86%
5510	358,22	370,25	387,61	12,03	17,36	29,39	8,20%
5610	136,3	135,07	134,16	-1,23	-0,91	-2,14	-1,57%
5630	94,76	95,72	94,54	0,96	-1,18	-0,22	-0,23%
6209	89,75	92,45	100,95	2,70	8,50	11,20	12,48%
6622	69,1	75,31	64,03	6,21	-11,28	-5,07	-7,34%
6810	508,41	503,66	455,95	-4,75	-47,71	-52,46	-10,32%
6820	321,62	314,44	301,77	-7,18	-12,67	-19,85	-6,17%
6832	267,08	251,32	258,11	-15,76	6,79	-8,97	-3,36%
6910	119,04	130,29	111,63	11,25	-18,66	-7,41	-6,22%
6920	84,99	84,33	84,53	-0,66	0,20	-0,46	-0,54%
7022	107,22	108,3	119,27	1,08	10,97	12,05	11,24%
7111	111,29	109,74	113,43	-1,55	3,69	2,14	1,92%
7112	113,51	109,5	109,91	-4,01	0,41	-3,60	-3,17%
7311	145,65	147,69	143,94	2,04	-3,75	-1,71	-1,17%
7490	99,13	105,8	103,2	6,67	-2,60	4,07	4,11%
7911	87,22	88,22	84,44	1,00	-3,78	-2,78	-3,19%
8299	106,48	118,73	129,74	12,25	11,01	23,26	21,84%
9602	82,3	85,44	82,86	3,14	-2,58	0,56	0,68%

La reducción fue más pronunciada en el sector 4110 (Promoción inmobiliaria), 4511 (Venta de automóviles y vehículos de motor ligeros) y 6810 (Compraventa de bienes inmobiliarios por cuenta propia).

Este resultado es coherente con una mayor porción, a nivel general, de patrimonio neto en la estructura financiera de las sociedades antes comentado.

- Por facturación

Si en el análisis tenemos en cuenta los ingresos de explotación resulta interesante observar cómo fueron las empresas con facturación menor las que redujeron más su financiación ajena, en un 2,40% para el período estudiado.

CUADRO 25: Financiación ajena por ingresos de explotación (en miles de euros), 2008-2010

Ingresos de explotación	Mediana			Variación			
	2008	2009	2010	2009 vs 2008	2010 vs 2009	2010 vs 2008	
Menor de 1.000.000	151,02	148,35	147	-2,67	-0,96	-3,63	-2,40%
De 1.000.001 a 5.000.000	637,42	635,27	662	-2,15	27,11	24,96	3,92%
Más de 5.000.001	1717,48	1774,4	1984	56,92	209,79	266,71	15,53%

Las empresas con una facturación entre 1.000.001 y 5.000.000 de euros incrementaron ligeramente su financiación ajena, siendo las empresas que facturaban más de cinco millones de euros las que más la incrementaron.

- Por empleados

CUADRO 26: Financiación ajena por número de empleados (en miles de euros),
2008-2010

Empleados	Mediana			Variación			
	2008	2009	2010	2009 vs 2008	2010 vs 2009	2010 vs 2008	
Menos de 2	111,45	108,5	107	-2,95	-1,13	-4,08	-3,66%
De 3 a 50	248	246,92	254	-1,08	7,30	6,22	2,51%
Más de 50	936,19	919,48	978	-16,71	58,24	41,53	4,44%

Si incluimos el número de empleados en el análisis, se ve que las empresas con menos trabajadores fueron las que más redujeron la financiación ajena (un 3,66 %). En cambio, las empresas de más de 2 trabajadores y, sobre todo, las de más de 50 fueron las que mayor incremento tuvieron en contraste con el primer grupo.

- Relación con beneficios

Aplicando la correlación de Spearman, vemos una relación significativa entre el valor del resultado del ejercicio y el endeudamiento, aunque no demasiado pronunciada (Spearman= 0,064) debido al condicionamiento externo de los años analizados y la situación de restricción crediticia. A pesar de que las empresas prefieran contraer deuda para financiar sus inversiones, no les ha sido posible obtenerla a nivel bancario.

- Exigible a corto plazo (pasivo corriente)

Si se considera la evolución del exigible a corto plazo, puede verse en el cuadro número 27, la media del pasivo corriente de las pymes catalanas se redujo

a la largo del período estudiado, bajando de manera un poco más pronunciada del año 2008 al 2009, y subiendo ligeramente en el 2010.

CUADRO 27: Exigible a corto plazo (en miles de euros), 2008-2010

	2008	2009	2010
Media	257,27	242,92	244,25
Mediana	110,33	104,99	102,76

Destaca, pero, como el valor medio continuó bajando. En relación al pasivo corriente sobre el total del pasivo, éste representaba: el 57,01% para el 2008, el 54,91% para el 2009 y el 53,78% para el 2010. Por lo tanto, se observa una clara reducción de la deuda a corto, a favor de la deuda a largo plazo.

5.2.3.2 Deuda financiera

En el presente análisis se entenderá que la deuda financiera es la declarada por las empresas con los bancos u otras entidades de crédito. En el análisis de esta variable, al disponer de una muestra menor, en el cuadro 24 se calculan diversos indicadores estadísticos para poder optimizar el análisis.

A pesar de la reducción en la muestra, se puede observar cómo se produce una reducción de la deuda financiera en las empresas. Se observa asimetría a la derecha, es decir hay valores más separados de la media con importes mayores a las mismas que a la inversa.

CUADRO 28: Análisis explorativo de la deuda financiera, 2008-2010

	2008	2009	2010
Media	124,56	111,42	106,71
Mediana	34,63	33,30	30,05
Varianza	109.776,65	83.491,50	76.650,26
Desviación típica	331,33	288,95	276,86
Mínimo	-4,73	0,00	0,00
Máximo	13.470,79	14.551,34	9.669,65
Asimetría	14,04	14,09	10,84
Curtosis	393,54	432,81	208,64

La bancarización de la deuda en las pymes podría explicar esta reducción. A pesar de los desequilibrios financieros y de tesorería que han afectado a las empresas durante estos años, la financiación bancaria se ha visto reducida. Especialmente relevante es la caída que se produce en el valor medio del año 2008 y del 2009.

Resulta interesante observar el comportamiento de los resultados financieros de las empresas en años en que se ha producido una bajada de tipos de interés (a partir 2009) pero a la vez un endurecimiento de las condiciones de financiación. Estos dos hechos se tradujeron en la reducción de los resultados financieros negativos de las sociedades analizadas por el efecto combinado del menor tipo de interés y de la menor deuda ajena.

CUADRO 29: Resultado financiero (en miles de euros), 2008-2010

Resultado financiero	2008	2009	2010
Media	-12,9	-11,64	-9,65
Mediana	-3,15	-2,97	-2,44

Como se ha explicado anteriormente, las pymes son las empresas más bancarizadas y que más dependencia tienen del crédito bancario, aspecto que ha implicado problemas de financiación. Al estudiar la relación directa entre la evolución de la deuda financiera y el resultado financiero, se obtiene una correlación de Pearson del -0,34; es decir, se observa correlación negativa entre el incremento de gasto financiero y el endeudamiento.

- Por código de actividad económica (CNAE)

En el cuadro 30 se observan las medianas y las variaciones de la deuda financiera por sectores. A nivel general, el indicador muestra reducciones en la gran mayoría de los sectores analizados. Destacan pero incrementos en las empresas de los códigos 6622 (Actividades de agentes y corredores de seguros), 7111 (Servicios técnicos de arquitectura), 7490 (Otras actividades profesionales, científicas y técnicas), 7911 (Actividades de las agencias de viajes) y 8299 (Otras actividades de apoyo a las empresas).

Los mayores decrecimientos se produjeron en las sociedades de los sectores 4110 (Promoción inmobiliaria), 5510 (Hoteles y alojamientos similares) y 6832 (Gestión y administración de la propiedad inmobiliaria) con reducciones superiores al 40 % en el período analizado.

Se observa pues, un fuerte ajuste de manera más bien general, que coincide también con las mayores restricciones de financiación.

CUADRO 30: Deuda financiera por sectores, 2008-2010

Código CNAE	Mediana			Variación			
	2008	2009	2010	2009 vs 2008	2010 vs 2009	2010 vs 2008	
1812	42,34	43,29	40,75	0,95	-2,54	-1,59	-3,76%
2512	28,41	29,55	23,35	1,14	-6,20	-5,06	-17,81%
4110	84,89	52,57	45,75	-32,32	-6,82	-39,14	-46,11%
4121	34,26	30,34	25,68	-3,92	-4,66	-8,58	-25,04%
4321	29,87	26,33	23,86	-3,54	-2,47	-6,01	-20,12%
4322	29,18	19,66	21,59	-9,52	1,93	-7,59	-26,01%
4329	24,09	19,10	21,06	-4,99	1,96	-3,03	-12,58%
4332	24,06	20,20	15,92	-3,86	-4,28	-8,14	-33,83%
4399	32,61	29,14	28,86	-3,47	-0,28	-3,75	-11,50%
4511	197,59	156,52	155,06	-41,07	-1,46	-42,53	-21,52%
4520	29,75	24,28	25,36	-5,47	1,08	-4,39	-14,76%
4619	22,10	20,51	17,83	-1,59	-2,68	-4,27	-19,32%
4669	69,43	77,13	63,57	7,70	-13,56	-5,86	-8,44%
4673	80,58	72,00	59,07	-8,58	-12,93	-21,51	-26,69%
4690	92,83	81,89	69,10	-10,94	-12,79	-23,73	-25,56%
4759	33,29	29,79	28,53	-3,50	-1,26	-4,76	-14,30%
4771	40,03	29,68	33,89	-10,35	4,21	-6,14	-15,34%
4778	20,69	20,50	19,25	-0,19	-1,25	-1,44	-6,96%
4941	49,01	44,94	37,77	-4,07	-7,17	-11,24	-22,93%
5510	74,33	51,93	47,55	-22,40	-4,38	-26,78	-36,03%
5610	22,48	23,52	20,00	1,04	-3,52	-2,48	-11,03%
5630	17,65	16,83	15,55	-0,82	-1,28	-2,10	-11,90%
6209	19,55	16,86	14,70	-2,69	-2,16	-4,85	-24,81%
6622	9,31	13,23	11,71	3,92	-1,52	2,40	25,78%
6810	64,71	53,90	51,39	-10,81	-2,51	-13,32	-20,58%
6820	38,09	39,56	37,55	1,47	-2,01	-0,54	-1,42%
6832	24,25	18,21	15,62	-6,04	-2,59	-8,63	-35,59%
6910	11,76	11,03	11,46	-0,73	0,43	-0,30	-2,55%
6920	11,32	11,79	10,61	0,47	-1,18	-0,71	-6,27%
7022	16,98	19,63	16,97	2,65	-2,66	-0,01	-0,06%
7111	14,31	19,70	17,59	5,39	-2,11	3,28	22,92%
7112	23,02	21,27	21,54	-1,75	0,27	-1,48	-6,43%
7311	20,87	21,54	19,85	0,67	-1,69	-1,02	-4,89%
7490	18,01	20,57	19,93	2,56	-0,64	1,92	10,66%
7911	9,84	10,92	13,35	1,08	2,43	3,51	35,67%
8299	19,75	23,40	22,32	3,65	-1,08	2,57	13,01%
9602	15,00	12,17	13,51	-2,83	1,34	-1,49	-9,93%

5.2.3.3 Ratios de endeudamiento

Se han utilizado dos ratios distintos para el estudio del endeudamiento. En primer lugar, la relación entre el total de los fondos ajenos (deuda total) con el total del patrimonio neto y el pasivo y, en segundo lugar, la división de la deuda total por los fondos propios.

CUADRO 31: Ratios de endeudamiento, 2008-2010

	2008	2009	2010
Deuda total/Total del patrimonio neto y pasivo	0,69	0,72	0,71
Deuda total/Patrimonio neto	1,67	1,47	1,33

En el cuadro 31 se observa como el primer ratio se mantuvo estable, aspecto que si lo relacionamos con la reducción de deuda en valores absolutos de las empresas en este tiempo, lleva a la conclusión que el decrecimiento en valores absolutos fue acompañado de la reducción de las estructuras financieras de las empresas.

5.2.3.3.1 Deuda total / Patrimonio neto y pasivo

Se analiza la relación de la totalidad de fondos ajenos con el total del pasivo.

- Por sector de actividad

La parte de fondos ajenos dentro de la estructura financiera de las empresas por sectores tuvo valores dispares, si bien la mayoría se incrementaron, tal y como puede verse en el cuadro 32.

CUADRO 32: Deuda total por el total del patrimonio neto y pasivo por sectores,
2008-2010

CNAE	Ratio			Variación			
	2008	2009	2010	2009 vs 2008	2010 vs 2009	2010 vs 2008	
1812	0,7485	0,7513	0,7491	0,00	0,00	0,00	0,08%
2512	0,7342	0,7381	0,7611	0,00	0,02	0,03	3,66%
4110	0,8759	0,8665	0,8548	-0,01	-0,01	-0,02	-2,41%
4121	0,7788	0,7693	0,7788	-0,01	0,01	0,00	0,00%
4321	0,7485	0,729	0,7193	-0,02	-0,01	-0,03	-3,90%
4322	0,7359	0,7214	0,7179	-0,01	0,00	-0,02	-2,45%
4329	0,7772	0,7558	0,7683	-0,02	0,01	-0,01	-1,15%
4332	0,7734	0,7797	0,7821	0,01	0,00	0,01	1,12%
4399	0,7666	0,7598	0,7712	-0,01	0,01	0,00	0,60%
4511	0,8145	0,805	0,792	-0,01	-0,01	-0,02	-2,76%
4520	0,7422	0,7487	0,7468	0,01	0,00	0,00	0,62%
4619	0,6973	0,6657	0,6584	-0,03	-0,01	-0,04	-5,58%
4669	0,6855	0,6802	0,6777	-0,01	0,00	-0,01	-1,14%
4673	0,7183	0,7084	0,6933	-0,01	-0,02	-0,02	-3,48%
4690	0,7656	0,7444	0,7362	-0,02	-0,01	-0,03	-3,84%
4759	0,8042	0,8063	0,8167	0,00	0,01	0,01	1,55%
4771	0,8815	0,8686	0,8615	-0,01	-0,01	-0,02	-2,27%
4778	0,8201	0,8043	0,7977	-0,02	-0,01	-0,02	-2,73%
4941	0,7509	0,7518	0,7396	0,00	-0,01	-0,01	-1,50%
5510	0,7899	0,7819	0,7548	-0,01	-0,03	-0,04	-4,44%
5610	0,8101	0,8132	0,8205	0,00	0,01	0,01	1,28%
5630	0,8382	0,8364	0,8328	0,00	0,00	-0,01	-0,64%
6209	0,7056	0,693	0,6652	-0,01	-0,03	-0,04	-5,73%
6622	0,6185	0,6159	0,5739	0,00	-0,04	-0,04	-7,21%
6810	0,8099	0,7919	0,7695	-0,02	-0,02	-0,04	-4,99%
6820	0,6236	0,6014	0,5779	-0,02	-0,02	-0,05	-7,33%
6832	0,7939	0,7903	0,7605	0,00	-0,03	-0,03	-4,21%
6910	0,6748	0,6535	0,6116	-0,02	-0,04	-0,06	-9,37%
6920	0,6389	0,6265	0,6193	-0,01	-0,01	-0,02	-3,07%
7022	0,657	0,6433	0,6302	-0,01	-0,01	-0,03	-4,08%
7111	0,5436	0,5193	0,5359	-0,02	0,02	-0,01	-1,42%
7112	0,649	0,6417	0,614	-0,01	-0,03	-0,04	-5,39%
7311	0,7123	0,7027	0,6953	-0,01	-0,01	-0,02	-2,39%
7490	0,6837	0,6592	0,6464	-0,02	-0,01	-0,04	-5,46%
7911	0,5413	0,5484	0,5442	0,01	0,00	0,00	0,54%
8299	0,6732	0,6503	0,6466	-0,02	0,00	-0,03	-3,95%
9602	0,8987	0,8926	0,8724	-0,01	-0,02	-0,03	-2,93%

Cabe recordar que los fondos ajenos están formados por el pasivo no corriente (préstamos y acreedores con exigibilidad mayor a un año) y el pasivo corriente (acreedores, administraciones públicas y otros con exigibilidad menor

al año). El decrecimiento de los mismos viene a confirmar, pues, que las pymes han reducido su endeudamiento.

Aun así se observan algunas diferencias entre los distintos sectores de actividad, si bien la mayoría redujeron el porcentaje de deuda total y, por lo tanto, la dependencia de fondos ajenos. Hubo algunos casos en que se produjo un aumento, como sería el caso de las empresas con los CNAE 1812 (Otras actividades de impresión y artes gráficas), 2512 (Fabricación de carpintería metálica), 4332 (Instalación de carpintería), 4399 (Otras actividades de construcción especializada), 4520 (Mantenimiento y reparación de vehículos de motor), 4759 (Comercio al por menor de artículos de uso doméstico), 5610 (Restaurantes y puestos de comida) y 7911 (Actividades de las agencias de viajes).

El mayor decrecimiento se observa en los sectores 4110 (Promoción inmobiliaria), 6910 (Actividades jurídicas) y 960 (Peluquería y otros tratamientos de belleza).

Los sectores con menor financiación ajena respecto al total de su patrimonio neto y pasivo fueron el 6622 (Actividades de agentes y corredores de seguros), 6820 (Alquiler de bienes inmobiliarios por cuenta propia), 7111 (Servicios técnicos de arquitectura) y el 7911 (Actividades de las agencias de viajes). Por contra, los mayores fueron el 4110 (Promoción inmobiliaria), 4771 (Comercio al por menor de prendas de vestir), 5610 (Restaurantes y puestos de comida), 5630 (Establecimientos de bebidas) y 9602 (Peluquería y otros tratamientos de belleza).

- Por facturación

Si se clasifica a las empresas en función de su facturación, se puede ver que las sociedades con unas cifras menores fueron las que más redujeron su proporción de deuda total sobre el total del patrimonio neto y pasivo.

CUADRO 33: Deuda total dividido por el total del patrimonio neto y el pasivo por ingresos de explotación, 2008-2010

	Ratio			Variación			
	2008	2009	2010	2009 vs 2008	2010 vs 2009	2010 vs 2008	
Ingresos de explotación							
Menor de 1.000.000	0,74	0,73	0,72	-0,01	-0,01	-0,02	-2,70%
De 1.000.001 a 5.000.000	0,74	0,72	0,72	-0,02	0,00	-0,02	-2,70%
Más de 5.000.001	0,81	0,82	0,82	0,01	0,00	0,01	1,23%

Por otro lado, las que facturaron en el último ejercicio menos de 5.000.000 de euros, tuvieron una reducción del 2,70 %. Mientras que las que facturaron más de 5.000.000 de euros, ya partían con mayores porcentajes de deuda total (81 % en contra del 74 % de las demás) aumentaron en 1,23 % la cobertura de los fondos ajenos sobre el total del patrimonio neto y pasivo.

Este aspecto destaca sobre los resultados obtenidos en los apartados anteriores, donde se observaba como estas empresas habían incrementado su capital en menor cuantía, pero a su vez habían tenido resultados mejores que las que facturaban menos y una evolución más positiva del resultado.

- Por número de empleados

Por último, si introducimos el factor número de empleados se ve que las pymes con menor número de trabajadores, por lo tanto, pequeñas y microempresas fueron las que tuvieron una variación mayor y positiva (4,23 %) de la participación de los fondos ajenos sobre el total del patrimonio neto y pasivo, si bien también eran las que partían con un porcentaje menor.

CUADRO 34: Deuda total dividido por el total del patrimonio neto y pasivo por número de empleados, 2008-2010

	Mediana			Variación			
	2008	2009	2010	2009 vs 2008	2010 vs 2009	2010 vs 2008	
Empleados							
Menos de 2	0,71	0,71	0,74	0,00	0,03	0,03	4,23%
De 3 a 50	0,72	0,71	0,71	-0,01	0,00	-0,01	-1,39%
Más de 50	0,76	0,77	0,77	0,01	0,00	0,01	1,32%

En cambio, las pymes que tenían de 3 a 50 trabajadores redujeron ligeramente este indicador en 1,39%, siendo las que en 2010 presentaban unos balances con una financiación ajena menor. Las sociedades con más de 50 empleados, que ya partían de niveles más altos, incrementaron la deuda total en 1,32 % respecto al año 2008.

5.2.3.3.2 Deuda total / Patrimonio neto

En el punto anterior se ha analizado la relación entre la deuda total y el total del patrimonio neto y pasivo, en éste se analiza la relación entre la deuda total y el patrimonio neto, observando el nivel de cobertura de los mismos.

- Por sector de actividad

En el cuadro número 35 se ve que con la excepción de las empresas del sector de actividad correspondiente al 9602 (Peluquería y otros tratamientos de belleza), se produjo una reducción del ratio, debido a un refuerzo del patrimonio neto. En algunos casos, esta reducción se produjo de manera muy sensible, como en los sectores 4110 (Promoción inmobiliaria), 4321 (Instalaciones eléctricas), 4322 (Fontanería, instalaciones de sistemas de calefacción y aire acondicionado),

4329 (Otras instalaciones en obras de construcción), 4673 (Comercio al por mayor de materiales de construcción) o 4759 (Comercio al por menor de artículos de uso doméstico), con reducciones mayores al 30 %.

CUADRO 35: Deuda total sobre fondos propios por sectores, 2008-2010

CNAE	Ratio			Variación			
	2008	2009	2010	2009 vs 2008	2010 vs 2009	2010 vs 2008	
1812	1,92	1,78	1,63	-0,14	-0,15	-0,29	-15,10%
2512	1,84	1,67	1,42	-0,17	-0,25	-0,42	-22,83%
4110	3,32	2,83	2,3	-0,49	-0,53	-1,02	-30,72%
4121	2,14	1,78	1,55	-0,36	-0,23	-0,59	-27,57%
4321	2,3	1,84	1,58	-0,46	-0,26	-0,72	-31,30%
4322	2,16	1,59	1,4	-0,57	-0,19	-0,76	-35,19%
4329	2,31	1,76	1,58	-0,55	-0,18	-0,73	-31,60%
4332	2,05	1,72	1,62	-0,33	-0,10	-0,43	-20,98%
4399	2,15	1,69	1,51	-0,46	-0,18	-0,64	-29,77%
4511	3,19	2,64	2,29	-0,55	-0,35	-0,90	-28,21%
4520	1,48	1,34	1,23	-0,14	-0,11	-0,25	-16,89%
4619	1,37	1,14	1,15	-0,23	0,01	-0,22	-16,06%
4669	1,76	1,65	1,74	-0,11	0,09	-0,02	-1,14%
4673	1,89	1,55	1,25	-0,34	-0,30	-0,64	-33,86%
4690	2,33	2,1	1,91	-0,23	-0,19	-0,42	-18,03%
4759	2,08	1,76	1,45	-0,32	-0,31	-0,63	-30,29%
4771	1,53	1,39	1,4	-0,14	0,01	-0,13	-8,50%
4778	1,97	1,62	1,52	-0,35	-0,10	-0,45	-22,84%
4941	2,01	1,79	1,57	-0,22	-0,22	-0,44	-21,89%
5510	1,25	1,22	1,1	-0,03	-0,12	-0,15	-12,00%
5610	1,08	0,92	0,82	-0,16	-0,10	-0,26	-24,07%
5630	0,75	0,57	0,56	-0,18	-0,01	-0,19	-25,33%
6209	1,7	1,37	1,41	-0,33	0,04	-0,29	-17,06%
6622	1,11	1,04	0,96	-0,07	-0,08	-0,15	-13,51%
6810	2,15	1,59	1,3	-0,56	-0,29	-0,85	-39,53%
6820	1,1	1,03	0,95	-0,07	-0,08	-0,15	-13,64%
6832	1,62	1,3	1,15	-0,32	-0,15	-0,47	-29,01%
6910	1,26	1,09	1	-0,17	-0,09	-0,26	-20,63%
6920	1,25	1,11	1,01	-0,14	-0,10	-0,24	-19,20%
7022	1,35	1,2	1,17	-0,15	-0,03	-0,18	-13,33%
7111	0,89	0,72	0,65	-0,17	-0,07	-0,24	-26,97%
7112	1,45	1,3	1,13	-0,15	-0,17	-0,32	-22,07%
7311	1,62	1,4	1,05	-0,22	-0,35	-0,57	-35,19%
7490	1,34	1,18	0,98	-0,16	-0,20	-0,36	-26,87%
7911	0,93	0,94	0,87	0,01	-0,07	-0,06	-6,45%
8299	1,23	1,17	1,07	-0,06	-0,10	-0,16	-13,01%
9602	0,72	0,82	0,86	0,10	0,04	0,14	19,44%

A nivel de ratio, los niveles más bajos y, por lo tanto, de mayor saneamiento de los balances en el 2008 eran los de los sectores 9602 (Peluquería y otros tratamientos de belleza), 7911 (Actividades de las agencias de viajes), 7111 (Servicios técnicos de arquitectura) y 5630 (Establecimientos de bebidas).

En el caso de las empresas con el código de actividad 9602 (Peluquería y otros tratamientos de belleza), el único sector en el que se incrementó el valor porcentualmente, se mantuvo entre los más saneados, junto a los sectores 7911 (Actividades de las agencias de viaje), 7490 (Otras actividades profesionales, científicas y técnicas), 7111 (Servicios técnicos de arquitectura), 6820 (Alquiler de bienes inmobiliarios por cuenta propia) y 6622 (Actividades de agentes y corredores de seguros), manteniéndose para todos ellos valores inferiores a 1.

Por otro lado, entre los sectores con un ratio peor, se encontraba de manera destacada el 4511 (Venta de automóviles y vehículos de motor ligeros).

- Por facturación

Si se clasifican a las empresas en función de su nivel de facturación, se ve que para todos los niveles de facturación hubo una reducción del ratio. Siendo esta reducción mayor para aquellas empresas con menor facturación, destacando especialmente las que contaban con unos ingresos menores a 1.000.000 de euros.

CUADRO 36: Deuda total sobre fondos propios por ingresos de explotación,
2008-2010

Ingresos de explotación	Ratio			Variación			
	2008	2009	2010	2009 vs 2008	2010 vs 2009	2010 vs 2008	
Menor de 1.000.000	1,47	1,26	1,13	-0,21	-0,13	-0,34	-23,13%
De 1.000.001 a 5.000.000	2,4	2,25	2,13	-0,15	-0,12	-0,27	-11,25%
Más de 5.000.001	4,45	4,18	4,25	-0,27	0,07	-0,20	-4,49%

La reducción del indicador fue más moderada en las empresas con una facturación entre 1.001.000 y 5.000.000 € y menor en las que facturaban más de 5.000.000 de euros, siendo también éstas las que menos mejoraron este ratio.

- Por empleados

Por último, si se introduce en el análisis el factor número de empleados se observa que se mantiene la tendencia observada anteriormente, pues también a nivel de empleados se ve que se produjo una reducción a todos los niveles, siendo mayor en aquellas empresas con dos empleados o menos, y de menor importancia en aquellas con más empleados.

CUADRO 37: Deuda total sobre fondos propios por número de empleados,
2008-2010

Empleados	Ratio			Variación			
	2008	2009	2010	2009 vs 2008	2010 vs 2009	2010 vs 2008	
Menos de 2	1,38	1,17	1,03	-0,21	-0,14	-0,35	-25,36%
De 3 a 50	1,83	1,67	1,57	-0,16	-0,10	-0,26	-14,21%
Más de 50	3,18	2,91	2,83	-0,27	-0,08	-0,35	-11,01%

5.2.4 El apalancamiento financiero

El apalancamiento financiero considera el efecto que produce en la rentabilidad de los fondos propios el hecho de utilizar también fondos ajenos. Para su cálculo se han considerado pues los fondos propios, el total de activo, el beneficio antes de impuestos y el de antes de intereses e impuestos

El apalancamiento de las empresas se redujo pasando de 3,37 el 2008, al 3,05 el 2009 y al 2,88 el 2010, lo que significa que es menor la rentabilidad que se podría conseguir contrayendo nueva deuda en el negocio. Cómo ya se ha explicado anteriormente para analizar este aspecto se tuvo en cuenta la mediana ya que los valores de la media están muy condicionados por valores atípicos (que en este indicador son bastantes).

CUADRO 38: Apalancamiento, 2008-2010

	2008	2009	2010
Media	13,27	7,86	13,57
Mediana	3,37	3,05	2,88

Resulta conveniente analizar si esta reducción del valor se debe a la reducción de los resultados de las empresas. Para ello, se ha comprobado si existe correlación estadística entre el apalancamiento y el beneficio antes de impuestos e intereses. En este caso el índice de correlación de Spearman (cuadro 39) es significativo, aunque sin demasiada correspondencia, con lo que la reducción del valor estaría más relacionada con cambios en la estructura económica y financiera que con los resultados obtenidos.

CUADRO 39: Correlación entre apalancamiento y el BAIT, 2008-2010

	2008	2009	2010
Spearman	0,085	0,107	0,133

- Por código de actividad económica (CNAE)

En el año 2008, los sectores con mayores niveles de apalancamiento fueron el 4110 (Promoción inmobiliaria), 4321 (Instalaciones eléctricas), 4329 (Otras instalaciones en obras de construcción), 4511 (Venta de automóviles y vehículos de motor ligeros) y 4690 (Comercio al por mayor no especializado), con niveles superiores a 4.

CUADRO 40: Apalancamiento por sectores, 2008-2010

CNAE	Mediana			Variación apalancamiento			
	2008	2009	2010	2009 vs 2008	2010 vs 2009	2010 vs 2008	
1812	3,76	3,46	3,26	-0,30	-0,20	-0,50	-13,30%
2512	3,72	3,3	3,02	-0,42	-0,28	-0,70	-18,82%
4110	5,2	4,45	3,79	-0,75	-0,66	-1,41	-27,12%
4121	3,93	3,43	3,09	-0,50	-0,34	-0,84	-21,37%
4321	4,28	3,59	3,21	-0,69	-0,38	-1,07	-25,00%
4322	4,09	3,28	2,92	-0,81	-0,36	-1,17	-28,61%
4329	4,15	3,35	3,16	-0,80	-0,19	-0,99	-23,86%
4332	3,92	3,36	3,41	-0,56	0,05	-0,51	-13,01%
4399	3,91	3,41	3,18	-0,50	-0,23	-0,73	-18,67%
4511	5,28	4,59	4,15	-0,69	-0,44	-1,13	-21,40%
4520	3,07	2,92	2,73	-0,15	-0,19	-0,34	-11,07%
4619	3,08	2,64	2,60	-0,44	-0,04	-0,48	-15,58%
4669	3,64	3,38	3,25	-0,26	-0,13	-0,39	-10,71%
4673	3,82	3,36	2,77	-0,46	-0,59	-1,05	-27,49%
4690	4,25	3,90	3,62	-0,35	-0,28	-0,63	-14,82%
4759	3,73	3,46	3,13	-0,27	-0,33	-0,60	-16,09%
4771	3,22	2,96	2,89	-0,26	-0,07	-0,33	-10,25%
4778	3,51	3,15	2,90	-0,36	-0,25	-0,61	-17,38%
4941	3,71	3,35	3,24	-0,36	-0,11	-0,47	-12,67%
5510	2,84	2,69	2,62	-0,15	-0,07	-0,22	-7,75%
5610	2,62	2,35	2,27	-0,27	-0,08	-0,35	-13,36%
5630	2,19	1,84	1,87	-0,35	0,03	-0,32	-14,61%
6209	3,43	3,04	2,99	-0,39	-0,05	-0,44	-12,83%
6622	2,67	2,51	2,36	-0,16	-0,15	-0,31	-11,61%
6810	3,66	3,02	2,80	-0,64	-0,22	-0,86	-23,50%
6820	2,58	2,55	2,46	-0,03	-0,09	-0,12	-4,65%

6832	3,08	2,80	2,60	-0,28	-0,20	-0,48	-15,58%
6910	2,85	2,65	2,50	-0,20	-0,15	-0,35	-12,28%
6920	2,86	2,67	2,49	-0,19	-0,18	-0,37	-12,94%
7022	2,97	2,72	2,67	-0,25	-0,05	-0,30	-10,10%
7111	2,45	2,12	2,04	-0,33	-0,08	-0,41	-16,73%
7112	3,14	2,90	2,68	-0,24	-0,22	-0,46	-14,65%
7311	3,27	3,03	2,65	-0,24	-0,38	-0,62	-18,96%
7490	3,02	2,70	2,47	-0,32	-0,23	-0,55	-18,21%
7911	2,29	2,28	2,27	-0,01	-0,01	-0,02	-0,87%
8299	2,72	2,66	2,60	-0,06	-0,06	-0,12	-4,41%
9602	2,03	2,18	2,18	0,15	0,00	0,15	7,39%

Sin embargo, observando la evolución del índice se confirma que fueron también éstos los que más ajustes tuvieron, aún continuando con indicadores relativamente altos comparados con el resto de sectores. En cambio, los sectores que tuvieron menores niveles, entre 2 y 3, fueron los que menos ajustes tuvieron e incluso, en algún caso, con indicadores iniciales mayores, como el del sector 9602 (Peluquería y otros tratamientos de belleza).

- Por facturación

Si en el análisis clasificamos las empresas en función de la facturación se ve que aquellas con mayor facturación eran las que partían con mayor nivel de apalancamiento y, de hecho, fueron las que menos lo redujeron, manteniéndose en niveles sensiblemente superiores a las que facturaban menos de 5.000.000 €.

CUADRO 41: Apalancamiento por ingresos de explotación, 2008-2010

	Mediana			Variación			
	2008	2009	2010	2009 vs 2008	2010 vs 2009	2010 vs 2008	
Ingresos de explotación							
Menor de 1.000.000	3,11	2,8	2,62	-0,31	-0,18	-0,49	-15,76%
De 1.000.001 a 5.000.000	4,39	4,09	3,96	-0,3	-0,13	-0,43	-9,79%
Más de 5.000.001	6,96	6,84	6,86	-0,12	0,02	-0,1	-1,44%

En cambio, las empresas que facturaban menos de 1.000.000 € fueron las que tuvieron mayor ajuste (-15,76%) y las que tenían una facturación entre 1.000.001 y 5.000.000 de euros las redujeron en un 9,79%.

Las empresas con facturación menor al millón de euros fueron las que tuvieron menos apalancamiento, lo cual coincide con la mayor dificultad de financiación ajena (restricción crediticia, menor accesibilidad deuda bancaria).

- Por número de empleados

Aquellas sociedades con más trabajadores, fueron las que tuvieron más apalancamiento, así como las que menos lo redujeron, siendo las más pequeñas las que más lo bajaron y, a su vez, las que partían de niveles inferiores.

CUADRO 42: Apalancamiento por número de empleados, 2008-2010

Empleados	Mediana			Variación			
	2008	2009	2010	2009 vs 2008	2010 vs 2009	2010 vs 2008	
Menos de 2	3,01	2,67	2,49	-0,34	-0,18	-0,52	-17,28%
De 3 a 50	3,61	3,34	3,19	-0,27	-0,15	-0,42	-11,63%
Más de 50	5,4	5	4,92	-0,40	-0,08	-0,48	-8,89%

6. Conclusiones

Este apartado se divide en tres bloques, donde encontramos las conclusiones parciales sobre las dos muestras analizadas y una tercera parte que recoge las conclusiones generales.

6.1 Conclusiones en relación a las estructuras financieras y las pymes de la provincia de Girona

A partir de los resultados obtenidos y de las referencias teóricas planteadas, los principales puntos a destacar sobre la determinación de la estructura financiera de las pymes gerundenses, tomando como referencia los años 2007, 2008 y 2009, son:

- Las pymes poseen un endeudamiento que oscila entre el 57,28% y el 68,87%. Se observa como en los tres años se ha producido una reducción de este endeudamiento debido a factores externos, como es la reducción de la concesión de créditos por parte de las entidades financieras, que a su vez ha provocado en las empresas la disminución de proyectos de inversión que requirieran endeudamiento o la sustitución de éstos por fondos propios.
- Las pymes gerundenses tienen una proporción de endeudamiento a largo plazo superior a la del corto plazo, que oscila entre el 26,97% y el 53,86% del total del patrimonio neto y pasivo. Es en el sector del comercio donde hay más endeudamiento a corto plazo, comprensible por la tipología de negocio, donde se debe financiar más circulante (mercancías) para llevar a cabo la actividad, en contraste con otros sectores como el del Anexo a la construcción, que tiene menores niveles, al ser un sector con mayor deuda a largo plazo que corto por el tipo de activos que financia.
- El apalancamiento financiero de los años 2007, 2008 y 2009 muestra una reducción importante. Para las empresas se ha reducido el atractivo de buscar endeudamiento ya que se ha reducido su rentabilidad, dado el contexto económico, aspecto que ha coincidido con la restricción por parte de las entidades de crédito de los productos de financiación y la subida de intereses, y con la caída del resultado de las pymes.

- Los resultados obtenidos hacen plantear hasta qué punto el factor tamaño y el contexto económico resultan importantes para la evolución de la estructura financiera y de las pymes, y la importancia del entorno, que justifican la segunda parte empírica de la tesis.
- Se evidencia como si bien se produce un equilibrio entre endeudamiento y fondos propios (siguiendo la tónica de la teoría del equilibrio estático), aunque no se observa relación determinante entre el efecto fiscal y la decisión de endeudarse.
- Se observan estructuras de capital más bien rígidas y con ligeros cambios, reforzando la idea de las preferencias por la deuda bancaria de las pymes y de evitar operaciones que afecten la gestión y propiedad de la compañía, mayormente familiares. Con lo que la teoría de la jerarquía se asimila más a estas sociedades.

6.2 Conclusiones en relación a las estructuras financieras y las pymes de Catalunya

A partir de los resultados obtenidos y de las referencias teóricas planteadas, los principales puntos a destacar sobre la determinación de la estructura financiera de las pymes, tomando como referencia los años 2008, 2009 y 2010, son:

- Las pymes han tenido una financiación ajena del 73,68 % el 2008, al 72,6 % el 2009 y el 71,93 % el 2010; niveles superiores a las pymes gerundenses. Ha habido, una ligera reducción del endeudamiento.
- Esta reducción del endeudamiento, internamente, se redistribuye más hacia el largo plazo. En este sentido la deuda financiera bancaria se ha reducido, por lo que los productos de financiación a corto plazo (pólizas, préstamos a corto, etc.) caen. Este efecto es más acuciante en las empresas con facturación menor a los 5.000.000 de euros, en cambio, las sociedades mayores incrementan sus niveles. A nivel sectorial la reducción ha sido muy importante en el sector de la construcción y vinculados.
- En consonancia con las conclusiones anteriores, se ha producido un incremento del capital y del patrimonio neto durante estos años. Esta capitalización se ha producido más en las empresas de menor facturación, pero no en aquellas empresas sin empleados.
- Se ha producido una caída de beneficios centrada en las empresas con menos facturación o facturación media. Las empresas de mayor facturación incrementan el resultado, así como aquellas con más empleados, sobre todo en lo que se refiere al año 2009 a 2010. También el sector inmobiliario y relacionados con éste son los que más sufren la caída, con la excepción sobre todo de los sectores vinculados a la gestión inmobiliaria, que mejoraron resultados.

- Hay correlación entre el resultado del año anterior y el patrimonio neto del siguiente, con lo que las empresas han reducido la aportación a dividendos y han optado por autofinanciar la actividad reforzando los fondos propios, que han ganado preponderancia en el conjunto de la estructura financiera. Este efecto se ha producido de manera generalizada sobre todo por la aportación negativa de los resultados en los sectores con peor evolución.

- Existe relación entre el incremento de los costes financieros y la reducción del endeudamiento, aunque no de una forma contundente, aspecto que se explica por el contexto del sector bancario y la necesidad de las empresas de optar por este tipo de financiación al no tener otras posibilidades.

- El apalancamiento financiero de los años 2008, 2009 y 2010 muestra una reducción importante, especialmente en aquellos sectores que ya partían de niveles altos, y en menor medida para aquellos que ya partían de niveles más bajos. Esta caída del indicador se ha producido también de forma más sensible en aquellas empresas con menor facturación y menor número de trabajadores. Para las empresas, pues, se redujo el atractivo de buscar endeudamiento ya que se redujo su rentabilidad, dado el contexto económico, aspecto que coincidió con la restricción, por parte de las entidades de crédito, de los productos de financiación y la caída del resultado.

- Se evidencia, como en las pymes de Girona, que se produce un equilibrio entre endeudamiento y patrimonio neto (siguiendo la tónica de la teoría del equilibrio estático), aunque no se observa relación determinante entre el efecto fiscal y la decisión de endeudarse.

- Se observa que cuanto mayor es una empresa, más capacidad de endeudarse tiene y se ha visto menos afectadas por la crisis económica y financiera; aspectos relevantes relacionados con el modelo del ciclo de crecimiento financiero de Berger.

6.3 Conclusiones generales

- La limitación de la situación económica hace que la teoría de la jerarquía, que sería la más adecuada de manera interna para explicar las preferencias de las pymes a nivel de estructurar su estructura financiera, sea incompleta. Se confirma de forma parcial la primera hipótesis planteada. Esta teoría se muestra relevante en varios aspectos, como es el de primar la financiación interna, básicamente con los recursos generados, y la predisposición a asumir endeudamiento antes que otros tipos de financiación, sobre todo por el efecto que pueda tener en la toma de decisiones de las pymes.
- Las pymes, por la estructura de capital propia de este tipo de empresas, tienen una serie de dificultades y condicionantes (a nivel de información, problemas de agencia, etc.) que afectan al nivel de endeudamiento.
- Así mismo, el efecto fiscal de la deuda no resulta relevante, dado el contexto en el que las necesidades de financiación ponen en cuestión la supervivencia de la empresa y en el que otros criterios económicos pasan a segundo plano (efecto fiscal de los costes financieros o incremento de los costes financieros). Teniendo en cuenta estos puntos, la teoría del equilibrio estático quedaría en entredicho, aunque aspectos como la relevancia de la información asimétrica y el hecho de evitar el uso extremo del apalancamiento sí se cumpliría.
- Por su estructura financiera y tamaño, las pymes son más opacas a nivel de información y esto provoca que tengan una mayor dificultad y coste respecto a los fondos ajenos que las grandes empresas.
- Las pymes son las empresas más bancarizadas. Las grandes empresas, tal y como se ha descrito en los estudios efectuados por diversos autores, han reducido la dependencia bancaria en favor de operaciones con fondos propios (acciones, mercado de valores). Por ello, con la restricción crediticia, las pymes se han visto

mucho más afectadas y han efectuado una corrección en su endeudamiento a la baja, lo cual viene a confirmar la segunda y tercera hipótesis planteadas en esta investigación.

- Las pymes adecuan el ratio de endeudamiento marcado por la situación exógena en que se encuentran (con la crisis económica, restricción crediticia, obtienen menores resultados y esto reduce las posibilidades de autofinanciación).
- La rentabilidad económica y financiera está ligada de manera directa al contexto económico. De manera más importante afecta a las pequeñas y medianas empresas que en un contexto de crisis sufren situaciones más sangrientas (caída de ventas, problemas de circulante, etc.) y en épocas de expansión se recuperan más rápidamente.
- Se demuestra que se produce una reducción del endeudamiento, como se consideró en la cuarta hipótesis. Ésta se produce de manera más importante en las pymes más pequeñas y medianas, siendo las más pequeñas las que más ajuste han tenido, como se planteó en la quinta hipótesis de esta tesis. Las que facturan más elevan su deuda total al tener mayor accesibilidad a los mercados de crédito. Evitan el uso extremo de apalancamiento y buscan el equilibrio entre fondos propios y endeudamiento, manteniendo niveles estables.
- Las pymes de tamaño medio y grande, ya sea en facturación o en número de empleados, han sufrido menos la caída en sus resultados y han tenido menos problemas para obtener financiación ajena, convirtiéndose pues el factor tamaño en un elemento clave para determinar la estructura financiera de las pymes, como se planteó en la quinta hipótesis del presente trabajo.

6.4 Futuras líneas de investigación

Vistos los resultados obtenidos en la presente investigación, sería interesante profundizar en algunos aspectos de la estructura financiera de las pymes, que se contemplan como líneas para investigaciones futuras. En concreto, se plantean los siguientes puntos:

- La edad de las empresas es importante, ya que una empresa recién nacida en contraste con una consolidada tendrán diferentes estructuras financieras y diferentes enfoques al respecto.
- La valoración de empresas y la estructura financiera son dos aspectos que han sido vinculados en muchos estudios, en este sentido, pero, falta una definición perfilada de un patrón de comportamiento de las pymes en su estructura financiera para maximizar su valoración.
- Factores explicativos de las diferentes estructuras de capital en las pymes en función de los sectores y determinar los determinantes intrínsecos a éstos.
- Comparar a nivel europeo, la diferente estructura financiera por tamaños, entre grandes, medianas y pequeñas empresas sobretodo comparando zonas con diferentes situaciones económicas y regulación bancaria, para determinar la importancia de los entornos donde se desenvuelven las pymes para definir sus estrategias de financiación.

7. Bibliografía

- Acedo, M.A.; J.C. Ayala y J. Rodríguez Osés, J. (2005). “Rentabilidades, endeudamiento y coste de la deuda de las pymes. Análisis empírico de las empresas por tamaños”, en *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 14-4, 185-200.
- Altman, E. (1984). “A Further Empirical Investigation of Bankruptcy Costs”, en *Journal of Finance*, September, 1067-1089.
- Amat, O. (2008). *Análisis de estados financieros*. Colección Contabilidad y Finanzas. Barcelona, Gestión 2000.
- Ang, J.S. (1992). “On the theory of finance for privately held firms”, en *Journal of small business finance*, 1 (3), 185-203.
- Ang, J.S.; J.H. Chua y JT McConnell. (1982). “The administrative costs bankruptcy: a note”, en *Journal of Finance*, 37, 219-226.
- Angelini, P. y A. Generale (2008). “On the Evolution of Firm Size Distributions”, en *American Economic Review*, 98, 426-438.
- Asquith, P. y D.J. Mullins.
 - (1986a). “Equity issues and offering dilution”, en *Journal of Financial Economics*, 15, 61-89.
 - (1986b). *Signally with Dividends, Stock Repurchases, and Equity Issues*. Harvard University.
- Avery, R. B.; R. W. Bostic y K. A. Samolyk. (1998). “The Role of Personal Wealth in Small Business Finance”, en *Journal of Banking and Finance*, 22, 6, 1019-1061.
- Aybar, C; A. Casino y J. López.
 - (2001). *Jerarquía de preferencias y estrategia empresarial en la determinación de la estructura de capital de la pyme: un enfoque con datos de panel*. Universitat de València.
 - (2003). “Estrategia y estructura de capital en la pyme: una aproximación empírica”, en *Estudios de Economía Aplicada*, 21, 1, 27-52.
- Ayyagari, M., A. Demirguc-Kunt y V. Maksimovic. (2008). “How Important Are Financing Constraints? The Role of Finance in the

- Business Environment”, en *World Bank Economic Review*, 22 (3), 483-516.
- Azofra Palenzuela, V. (1987). *La Estructura de capital de la empresa: factores explicativos*. Universidad de Valladolid.
 - Baxter, N. (1967). “Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital”, en *Journal of Finance*, 22, 3, 395-403.
 - Beck, T.; A. Demirguc-Kunt y V.Maksimovic
 - (2004). “Bank Competition and Access to Finance: International Evidence”, en *Journal of Money, Credit and Banking*, 36, 3.
 - (2008). “Financing Patterns around the World: Are Small Firms Different?”, en *Journal of Financial Economics* 89, 467-87.
 - Beck, T. y A. Demirguc-Kunt (2006). “Small and Medium-Size Enterprises: Access to Finance as a Growth Constraint”, en *Journal of Banking and Finance*, 30, 2931-2943.
 - Berger A.; A. Saunders; J.M. Scalisse y G.F. Udell (1998). “The Effects of Bank Mergers and Acquisition on Small Business Lending” en *Journal of Financial Economics*, 50, 187-229.
 - Berger, A.; G.F. Udell y F. Gregory (1998). "The economics of small business finance: The roles of private equity and debt Markets in the financial growth cycle", en *Journal of Banking & Finance*, 22, 6-8.
 - Berger, A. y G. F. Udell.
 - (1992). “Some Evidence on the Empirical Significance of Credit rationing” en *Journal of Political Economy* 100 (5), 1047-77.
 - (1995). “Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance” en *Journal of Business* 68 (3), 351-81.
 - (1998). "The Economics of Small Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle", en *Journal of Banking and Finance*. Accesible en <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/1998/199815/199815pap.pdf> a 30/04/2012.

- (2005). "A more complete conceptual framework for financing of small and medium enterprises", en *World Bank Policy Research Working Paper*, 3795.
- Block, Z. y I. C. McMillan (1985). "Milestone for Successful Planning" en *Harvard Business Review*, 63, 5, 184-196.
 - Boedo Vilabella, L. y A. Calvo Silvosa (1997). "Un modelo de síntesis de los factores que determinan la estructura de capital de las PYMES", en *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 6, 1, 107-124.
 - Boot, A. (2000). "Relationship Banking: What do we know?", en *Journal of Finance Intermediation*, 9, 7-25.
 - Boot, A. y A.Thakor (1994). "Moral hazard and secured lending in an infinitely repeated credit market game", en *International Economic Review*, 35, 899-920.
 - Bradley, M.; G.A. Jarrell, G.A. y E.H. Kim (1984). "On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence", en *The Journal of Finance*, 39, 3, 857-878.
 - Bratkowski, A.; I. Grosfeld y J. Rostowski (1998). *Investment and Finance in De Novo Private Firms: Empirical Results from the Czech Republic, Hungary and Poland* en DELTA Working Papers 98-19. Accesible en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=159288 a 25/01/2012.
 - Calomiris, C. y R. Hubbard (1990). "Firm Heterogeneity, Internal Finance and Credit Rationing", en *The Economic Journal*, 100, 399, 90-104.
 - Caminal, R. (1995). "El Papel de las restricciones del crédito y las Políticas Públicas en la Financiación de la Pequeña y Mediana Empresa" en *Papeles de Economía Española*, 65, 224-234.
 - Campos Méndez, J. (1999). *Estructura financiera y decisiones reales en la empresa: el efecto de la responsabilidad limitada*. Universidad de Las Palmas de Gran Canaria.

- Cardone, C. (1997). “El mercado de crédito y las empresas de menor tamaño”, en *Información Comercial Española. Avances recientes en finanzas*, Julio-Agosto 1997, 764, 55-64.
- Cardone, C.; I. Longarela y D. Camino (1998). “Capital Market Inefficiencies, Credit Rationing and Lending Relationship in SME's”, en *Business Economics Series*. Universidad Carlos III de Madrid. Accesible en <http://e-archivo.uc3m.es/bitstream/10016/6546/1/wb982702.pdf> a 25/04/2012.
- Cardone, C. y M. Casasola (2003). “What do we know about the financial behaviour of Spanish Sme? An empirical analysis” en *Working papers 03-37*, 1-33.
- Cardone, C.; M. Casasola y M. Samartín (2001). *Efecto de la relación bancaria en la financiación de la PYME*. Accesible en <http://www.alde.es/encuentros/anteriores/viiiieea/trabajos/c/pdf/cardone.pdf> a 25/12/2011.
- Cazorla Papis, L. (2010) *Problemática financiera de la PYME: análisis teórico de los factores determinantes*. Universidad de Almería. Accesible en http://www.redegarantias.com/archivos/web/ficheros/2010/pyme__reddeg arantias_.pdf a 24/04/2012.
- Chaves, R.A.; S. Sanchez; S. Schor y E. Tesliuc (2001). “Financial Markets, Credit Constraints, and Investment in Rural Romania”, en *World Bank - Technical Papers*. Accesible en <http://econpapers.repec.org/paper/fthwobate/499.htm> a 03/04/2012.
- Cole, R. (1998). “The importance of relations to the availability of credit”, en *Journal of Banking and Finance*, 22, 959-977.
- Coluzzi, C.; A. Ferrando y C. Martinez-Carrascal (2008). “Financing Obstacles and Growth: an analysis for euro area non-Financial Corporations”. Accesible en <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesS eriadadas/DocumentosTrabajo/08/Fic/dt0836e.pdf> a 30/11/2012.

- Comisión Europea (2003). Recomendación de la Comisión de 6 de mayo de 2003 sobre la definición de microempresas, pequeñas y medianas empresas. 2003/361/CE. Accesible en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:124:0036:0041:es:PDF> a 28/02/2013.
- Cornelli, F.; R. Portes y M. Schaffer (1996). *The Capital Structure of Firms in Central and Eastern Europe*, DELTA (Ecole normale supérieure). Accesible en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=5211 a 26/07/2012.
- Corvoisier, S. y R. Gropp (2002). “Bank concentration and retail interest rates”, en *Journal of Banking & Finance*, 26, 11, 2155-2189.
- Cressy, R. y C. Olofsson (1995). “European SME financing: an overview”, en *Small Business Economics* 9(2), Special Issue on European SME Financing. Accesible en <http://link.springer.com/article/10.1023%2FA%3A1007921004599?LI=true#page-2> a 28/04/2012.
- Cuervo, A. (1994). *Análisis y planificación financiera de la empresa*. Civitas.
- Dapena, J. P.; Dapena, J. L. (2003). *Sistemas de Información en Pymes y acceso al crédito en contextos de asimetría de información*. Accesible en <http://ideas.repec.org/p/cem/doctra/252.html> a 30/04/2013.
- DeAngelo, H. y R.W. Masulis (1980). “Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation”, en *Journal of Financial Economics* 8, 3-29.
- Dell'Ariccia, G. y E. Bonaccorsi di Patti (2004). “Bank Competition and Firm Creation”, en *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1, 225-251.
- Delmar, F. (2000). “The Psychology of the Entrepreneur”, en *Enterprise and Small Business*, Prentice Hall – Harlow.
- Detragiache E.; P. Garella y L. Guiso (2000). “Multiple vs. single banking relationships: theory and evidence”, en *Journal of Finance*, 55, 1133-1161.

- Diamond, D. (1984). “Financial intermediation and delegated monitoring”, en *Review of Economic Studies*, 51, 393-414.
- Egerer, R. (1995). *Capital markets, financial intermediaries, and corporate governance: an empirical assessment of the top ten voucher funds in the Czech Republic*. The World Bank.
- European Central Bank (abril 2012). *Survey on the access to finance of Small and Medium. Sized Enterprises in the Euro Area*. Accesible en <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/accesstofinancesmallmediumsizedenterprises201204en.pdf> a 17/09/2012.
- European Central Bank (noviembre 2012). *Survey on the access to finance of Small and Medium. Sized Enterprises in the Euro Area*. Accesible en <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/accesstofinancesmallmediumsizedenterprises201211en.pdf> a 01/02/2013.
- Fazzari, S.; R. Hubbard y B. Petersen (1988). “Financing Constraints and Corporate Investment”, en *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 141-195.
- Ferrando, A. y N. Grieshaber (2011). “Financing obstacles among euro area firms: who suffers the most?” WP 1293, European Central Bank. Accesible en <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1293.pdf> a 25/04/2011.
- Ferrer, M.A. y A. Tresierra Tanaka (2009). “Las PYMES y las teorías modernas sobre estructura de capital”. *Compendium*, 12, 22, 65-83.
- Fletcher, D.E. (2000). “Family and Enterprise”. *Enterprise and Small Business*. Harlow, Pearson Education, 155-165.
- Frank, M.Z. y V.K. Goyal.
 - (2003). “Testing the pecking order theory of capital structure”, en *Journal of Financial Economics*, 67, 2, 217.
 - (2005). *Trade-off and Pecking Order Theories of Debt*. University of Minnesota & Hong Kong University of Science and Technology. Accesible en

<http://www.tc.umn.edu/~murra280/WorkingPapers/Survey.pdf> a
20/04/2011.

- Freixas, X. (1991). “Equilibrio y racionamiento en el mercado del crédito”, en *Cuadernos Económicos del ICE*, 49, (3), 223-35.
- Galpin, N. (2004). “*Can the Pecking Order Explain the Costs of Raising Capital?*” University of Melbourne - Department of Finance. Accesible en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=475770 a 24/03/2011.
- García Tabuenca, A. (2002). *Financiación y tamaño empresarial. La pequeña y mediana empresa en España*. Universidad de Alcalá.
- Gual, J. (1999). “Deregulation, integration and market structure in European banking” en IESE Business School. Accesible en <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0397-E.pdf> a 21/04/2012.
- Gulnur M. y S. Sivasprasad (2005). *Capital Structure and Firm Value: An Empirical Analysis of Abnormal Returns*. Londres, Cass Business School.
- Hall, C.; J. Hutchinson y N. Michaelas (2000). “Determinants of The Capital Structures of European SMEs”, en *Journal of Business Finance & Accounting*, 31, 5-6.
- Hartfield, Gay B; L.T.W. Cheng y W.N. Davidson (1994). “The determination of optimal capital structure: the effect of firm and industry debt ratios on market value”, en *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 7, 3, 1-14.
- Hernández Cánovas, G. (2004). *Relaciones Bancarias: Factores explicativos y efecto sobre la deuda de la PYME*. Tesis doctoral. Universidad Politécnica de Cartagena. MIMEO.
- Holmes, S. y P. Kent (1991). “An empirical analysis of the financial structure of small and large Australian manufacturing enterprises”, en *Journal of Small Business Finance*, 1, 2, 141-154.
- Jalivland, A. R.S. Harris (1984). “Corporate Behaviour in Adjusting to Capital Structure and Dividend Targets: An Econometric Study” en *The Journal of Finance*, 39, 127-145.

- Jensen, M.C. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", en *American Economic Review*, 76, 323-339.
- Jensen, Michael C. y W.H. Meckling (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", en *Journal of Financial Economics*, 3, 4, 305-360.
- Jiménez Naharro, F. y M.J. Palacín Sánchez (2005). *Determinantes de la estructura financiera de la empresa*. Universidad de Sevilla.
- Jõeveer, K. (2005). "What Do We Know about the Capital Structure of Small Firms?", en *Small Business Economics*, Springer US, 1-23.
- Johanson, H. (1999). *Making capital budgeting decisions: maximizing the value of the firm*. Harlow: Financial Times: Prentice Hall.
- Kim, E.H. (1978). "A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity", en *Journal of Finance*, 33, March 1978, 45-63.
- Klapper, L.; V. Sarria-Allende y V. Sulla (2002). *Small and medium size enterprise financing in Eastern Europe*. Washington, World Bank Publications.
- Koller, T; M. Goedhart y D. Wessels (1995). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. New Jersey, McKinsey & Company.
- Kraus, A. y R.H. Litzenberger (1973). "A State Preference Model of Optimal Financial Leverage", en *Journal of Finance*, 28, 4, 911-922.
- Jiménez Naharro, F, Palacín Sánchez, M. J. (2005). "La estructura financier de las empresas. Un análisis descriptivo". *Revista Electrónica de Ciencia Administrativa*. 4, 1, 1-24.
- Landier, A. y D. Thesmar (2008). "Financial Contracting with Optimistic Entrepreneurs", en *The Review of Financial Studies*, 22, 1, 117-150.
- Lipczynski, J. (2006). *Industrial organization an analysis of competing markets competition, strategy, policy*. FT/Prentice Hall, Harlow.
- Long, M.S. y E.B. Malitz (1985). "Investment Patterns and Financial Leverage", en *Corporate Capital Structures in the United States*. Chicago, University of Chicago Press, 325-352.

- López, J.; V. Riaño y M. Romero (1999). “Restricciones financieras y crecimiento: el caso de la pequeña y mediana empresa”, en *Revista española de Financiación y Contabilidad*, 28, 99, 349-382.
- López, J. y C. Aybar-Arias (2000). "An empirical approach to the financial behavior of small and medium sized companies", en *Small Business Economics*, 14, 55-63.
- MacKie-Mason, J.K. (1990). “Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions?”, en *The Journal of Finance*, 45, 5, 1471-1493.
- Maldonado Gutiérrez, D.
 - (2011). L'estructura financera de les PIMES: anàlisi teòrica i estudi empíric aplicat a PIMES de les comarques de Girona. Universitat de Girona.
 - (Julio 2012). Comunicación Capital Structure of SMEs in Spain: The effects of banking concentration.. Ninth Annual International Conference on Small and Medium Sized Enterprises. Atiner. Atenas, Grecia.
 - (Noviembre 2012). Comunicación Estructura financiera de las pymes: explicaciones contables y financieras. TMS - Management Studies - International Conference. University of the Algarve. Olaho, Portugal.
- Maldonado Gutiérrez, D. y H. Benito Mundet (2013). “La estructura financiera de las pymes. Explicaciones contables y financieras. Análisis empírico con pymes gerundenses”. *Estudios financieros. Revista de contabilidad y tributación: Comentarios, casos prácticos*. 363, 95-128.
- Maroto J.A. (1996). "Estructura financiera y crecimiento de las PYMES". *Economía Industrial*, 310, 29-40.
- Marsh, P. (1982). The Choice between Equity and Debt: An Empirical Study, en *The Journal of Finance*, 37, 121-144.
- Mason, C. y M. Stark (2004). “What Do Investors Look for in a Business Plan? A Comparative Study of the Investment Criteria of Bankers,

- Venture Capitalists and Business Angels”, en *International Small Business Journal*, 22, 3, 227-248.
- Masulis, R.W. (1983). "The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates", en *Journal of Finance*, 38, 107-126.
 - Melle Hernández, M. (2001). “Características diferenciales de la financiación entre pymes y las grandes empresas españolas. Asimetrías informativas, restricciones financieras y plazos del endeudamiento”, en *Papeles de Economía Española*, 89-90, 140-166.
 - Miller, M.H. (1977). "Debt and taxes", en *The Journal of Finance*, 32, 2, 261-275.
 - Modigliani, F. y M.H. Miller.
 - (1958). “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, en *The American Economic Review*, 48, 3, 261-297.
 - (1963). “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction”, en *The American Economic Review*, 53, 3, 433-443.
 - Moro, A.; M. Lucas; U. Grimm y E. Grassi.
 - (2009). “The Short Term Debt vs Long Term Debt Puzzle: A Model for the Optimal Mix”. 5th Conference on Performance Measurement and Management Control, Nice, France. Accesible en <http://oro.open.ac.uk/18587/> a 22/04/2012.
 - (2010). “Financing SMEs: a model for optimising the capital structure”. 17th Annual Global Finance Conference, Poznan. Accesible en <http://oro.open.ac.uk/24087/> a 22/04/2012.
 - Moskowitz, T.J. y A. Vissing-Jorgensen (2002). “The Returns to Entrepreneurial Investment: A Private Equity Premium Puzzle”, en *The American Economic Review*, 92, 4, 745-778.
 - Myers, S.C.
 - (1984). “The capital structure puzzle”, en *Journal of Finance*, 39, 3, 574-592.

- (2001). "Capital structure", en *The Journal of Economic Perspectives*, 15, 2, 81-102.
- Myers, S.C. y Majluf, N.S. (1984). "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", en *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
 - Nivorozhkin, E. (2005). "Financing choices of firms in EU accession countries", en *Emerging Markets Review*, 6, 2, 138-169.
 - Norton, 1991. "Capital structure and small growth firms". *Journal of Small Business Finance*, 1, 2, 161-177.
 - Nuri, J. y S. Archer (2001). "Target adjustment model against pecking order model of capital structure". Paper Annual Meeting European Financial Management Association. Accesible en www2.dse.unibo.it/.../finance-PO&TO-NuriArch a 28/09/2011.
 - Otero González, L. (2006). *Aproximación empírica a los problemas financieros de la pyme industrial gallega*. Universidad de Santiago.
 - Otero González, L.; Fernández López, S. y Vivel Búa, M. (2007). *La estructura de capital de la pyme: un análisis empírico. Conocimiento, innovación y emprendedores: Camino al futuro*. Universidad de la Rioja.
 - Peek, J. y E. Rosengren.
 - (1995a). "Banks and the Availability of Small Business Loans". *Federal Reserve Bank of Boston*, WP 95-1.
 - (1995b). "Small Business Credit Availability: How Important is the size of Lender?". *Federal Reserve Bank of Boston*, WP 95-5.
 - Petersen, M. y R. Rajan.
 - (1994). "The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data", en *The Journal of Finance*, 49, 1, 3-37.
 - (1995). "The effect of credit market competition on lending relationships", en *Quarterly Journal of Economics*, 110, 407-443.
 - (2002). "Does the distance still matter? The information evolution debt", en *Journal of Finance*, 47, 4, 1367-1400.

- Ramírez Comeig, I. (2003). “Modelos teóricos y Evidencia Empírica de los Efectos de la Garantía en el crédito bajo información asimétrica”, en *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 9, 2, 99-114.
- Rodríguez-Rodríguez, O. M. (2006). “Trade Credit in Small and Medium Size Firms: An application of the System Estimator with Panel Data”, en *Small Business Economics*, 27, 2-3, 103-126.
- Saá Requejo, J. (1996). “Financing Decisions: Lessons from the Spanish Experience”, en *Financial Management*, 25, 44-56.
- Salas, V.
 - (1993). “La empresa en el análisis económico”, en *Papeles de Economía Española*, 57, 126-148.
 - (1996). “Factores estructurales en la financiación de las PYMES: valoración y recomendaciones”, en *Revista Asturiana de Economía*, 6, 29-40.
- Salas, V. y J. Saurina (2003). “Deregulation, market power and risk behavior in Spanish banks”, en *European Economic Review*, 47, 1061-1075.
- Sánchez-Vidal, J. y J.F. Martín Ugedo.
 - (2003). “Preferencias dinámicas de financiación de las empresas españolas: nueva evidencia de la teoría de la jerarquía”. XI Foro de Finanzas, Alicante.
 - (2005). “Financing preferences of Spanish firms: Evidence from the Pecking Order Theory”, en *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 25, 4, 341-355.
 - (2008). Edad y tamaño empresarial y ciclo de vida financiero. Accesible en <http://www.ivie.es/downloads/docs/wpasec/wpasec-2008-12.pdf> a 4/02/2011.
- Sapienza, P. (2002). “The Effect of Banking Mergers on Loan Contracts”, en *Journal of Finance*, 57, 1, 329-368.

- Scherer, F.M. y D. Ross (1990). *Industrial market structure and economic performance*. Boston, Houghton Mifflin.
- Shyam-Sunder, L. y S.C. Myers (1999). "Testing static trade-off against pecking-order models of capital structure", en *Journal of financial economics*, 51, 2, 219-244.
- Sogorb Mira, F. (2002). *Estudio de los determinantes de la estructura de capital de las PYMES: Aproximación Empírica al Caso Español*. Universidad de Alicante.
- Sogorb Mira, F. y J. López García (2003). *Pecking Order versus Trade-Off: An Empirical Approach to the Small and Medium Enterprise Capital Structure*. Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas.
- Stiglitz, J.E. (1972). "A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem", en *American Economic Review*, 59, 784-793.
- Stoustrup Jensen, N. y F. Thomas Uhl (2008). *Capital Structure in European SMEs*. Aarhus School of Business.
- Taggart, R. A. (1977). "A Model of Corporate Financing Decisions", en *Journal of Finance*, 32, 1467-1484.
- Thakor, A. (1996). "Capital requirements, Monetary policy, and Aggregate Bank Lending: Theory and Empirical Evidence", en *Journal of Finance*, 51, 1, 279-324.
- Titman, S. y R. Wessells (1988). "The Determinants of Capital Structure Choice", en *Journal of Finance*, 43, 1-19.
- Vendrell Vilanova, A. (2007). *La dinámica de la estructura de capital. Evidencia para la empresa industrial española*. Universitat de Lleida.
- Warner, B. J. y Gruber M.J. (1977). "Bankruptcy Costs: Some Evidence", en *The Journal of Finance*, 32, 2, 337-347.
- Watson, R. y N. Wilson (2002). "Small and Medium Size Enterprise Financing: A Note on Some of the Empirical Implications of a Pecking Order", en *Journal of Business Finance & Accounting*, 29, 3-4, 557-578.
- Williams, J.B. *The Theory of Investment Value*. Cambridge. (referenciado en Modigliani y Miller, 1958).

- Zoppa, A. y R. McMahon (2002). “Small Enterprise Research”, en *The Journal of SEAANZ*, 10, 2, 23-42.