

LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LAS PYMES: EXPLICACIONES CONTABLES Y FINANCIERAS. ANÁLISIS EMPÍRICO CON PYMES GERUNDENSES

David Maldonado Gutiérrez

Profesor asociado de la Facultad de Ciencias Económicas. Universidad de Girona

María Helena Benito Mundet

Profesora titular de la Facultad de Ciencias Económicas. Universidad de Girona

Este trabajo ha sido seleccionado para su publicación por: doña Ana María MARTÍNEZ PINA, don Vicente CONDOR LÓPEZ, doña María Antonia GARCÍA BENAÚ, don Carlos PUIG DE TRAVY y don Rafael CÁMARA RODRÍGUEZ-VALENZUELA.

EXTRACTO

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

En el siguiente trabajo se hace un repaso a la literatura existente y se aplica al contexto económico actual y a las pequeñas y medianas empresas (pymes), que conforman la gran mayoría de nuestro tejido empresarial. Para llevar a cabo el análisis empírico, se ha tomado como base un conjunto de empresas de la provincia de Girona que pertenecen a diferentes sectores, considerados por su relevancia en este ámbito geográfico concreto. Para la obtención de los datos de estas empresas se ha utilizado la base de datos del Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (Sabi), que se alimenta de las Cuentas Anuales depositadas en el Registro Mercantil, del que se han extraído las correspondientes a los últimos años disponibles completos en diciembre de 2011: 2007, 2008 y 2009.

El estudio muestra como las pymes han ido reduciendo el nivel de apalancamiento durante estos años (sobre todo el de corto plazo, muy afectado por la restricción crediticia), coincidiendo con la reducción de beneficios de las pymes debido a la caída de las ventas. Además del análisis empírico se observa una mayor adecuación de la teoría de la clasificación jerárquica en las pymes y destaca la importancia de la información asimétrica en las mismas. El aspecto fiscal resulta secundario para estas sociedades.

Palabras claves: pymes, financiación, estructura de capital y endeudamiento.

Fecha de entrada: 03-05-2012 / Fecha de aceptación: 12-07-2012

THE FINANCIAL STRUCTURE OF SMES: ACCOUNTING AND FINANCIAL EXPLANATIONS. EMPIRICAL ANALYSIS ON SMES OF GIRONA

David Maldonado Gutiérrez

Maria Helena Benito Mundet

ABSTRACT

For decades the study of corporate finance has revolved around how economic units, mainly companies define and articulate their funding sources. The current economic situation of severe economic recession and stagnation, has given more attention to the financial aspect and the decisions made for companies to ensure their performance and their future projects.

In this paper we review the existing literature and applied to the current economic situation, small and medium enterprises (SMEs), which make up the vast majority of our business. To carry out the empirical analysis has been based on a set of companies in the province of Girona that belong to different sectors, considered for its relevance in this particular geographical area. To obtain the data of these companies have used the System database Iberian Balance Analysis (Sabi), which feeds on the annual accounts filed with the Companies Registry, which have been extracted for the past years available complete in December 2011: 2007, 2008 and 2009.

The study shows that SMEs have reduced the amount of leverage over the years (especially the short-term, severely affected by the credit crunch), coinciding with reduced benefits for SMEs due to falling sales. Empirical analysis also shows greater adaptation of the theory of hierarchical classification in SMEs and highlights the importance of asymmetric information in them. The fiscal aspect is secondary to these companies.

Keywords: SMEs, financing, capital structure and debt.

Sumario

1. Introducción
2. La estructura financiera
 - 2.1. Factores determinantes de la estructura de capital
3. Las teorías sobre la estructura de capital
 - 3.1. Teoría del equilibrio estático
 - 3.2. La asimetría de la información y la teoría de la clasificación jerárquica
 - 3.3. La teoría de las señales
4. El caso de las pymes
 - 4.1. El Modelo del Ciclo de Crecimiento Financiero
 - 4.2. Factores determinantes de la estructura de capital de las pymes
5. El caso europeo y español
 - 5.1. Europa
 - 5.2. España
 - 5.3. Algunos datos. El papel de las pymes en España, Cataluña y Girona
6. Análisis descriptivo
 - 6.1. Metodología aplicada
 - 6.2. Proporción de financiación ajena sobre la estructura financiera total
 - 6.3. Proporción de financiación a corto plazo sobre el total de financiación ajena
 - 6.4. Apalancamiento financiero
7. Conclusiones
 - 7.1. Sobre la estructura del pasivo, evolución del apalancamiento y resultados económicos
 - 7.2. Sobre la aplicación de las teorías de la estructura de capital

Bibliografía

1. INTRODUCCIÓN

Desde hace décadas el estudio de las finanzas empresariales ha girado en torno a cómo las unidades económicas, principalmente empresas, definen y articulan sus fuentes de financiación.

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

Son varias las publicaciones existentes que tratan este tema desde diferentes ópticas, aunque sus trabajos se centran principalmente en las grandes empresas y se sitúan en un contexto económico muy diferente del actual.

Es por esta razón que se ha considerado conveniente empezar la búsqueda haciendo un repaso a la literatura existente y aplicarla al contexto económico actual y a las pequeñas y medianas empresas (pymes), que conforman la gran mayoría del tejido empresarial. Para llevar a cabo el análisis empírico, se ha tomado como base un conjunto de empresas de la provincia de Girona que pertenecen a diferentes sectores, considerados por su relevancia en este ámbito geográfico concreto.

Para la obtención de los datos de estas empresas se ha utilizado la base de datos del Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (Sabi), que se alimenta de las Cuentas Anuales depositadas en el Registro Mercantil, del que se han extraído las correspondientes a los últimos años disponibles completos en marzo de 2011: 2007, 2008 y 2009.

El objetivo de este estudio es determinar cómo las pymes se adecuan a las teorías descritas y cómo articulan su estructura financiera, en líneas generales y por sectores, teniendo en cuenta el contexto económico de los años estudiados.

El presente documento, el cual recoge el trabajo de investigación que se ha llevado a cabo, está organizado en ocho apartados. En primer lugar se hace una introducción al concepto de estructura financiera. Seguidamente, se hace un repaso completo a la literatura nacional e internacional existente y que hace referencia a cómo las empresas determinan su estructura financiera, presentando los grandes rasgos de las teorías más importantes al respecto. En tercer lugar, se exponen los criterios que se aplican para diferenciar las pymes del resto de empresas, así como las características propias de este tipo de sociedades. Se cierra este primer bloque resumiendo los estudios que se han realizado a nivel europeo, nacional y catalán, destacando algunos datos generales de las pymes de España, Cataluña y Girona.

El segundo bloque recoge el estudio empírico que se ha llevado a cabo, basado en pymes de diversos sectores de la provincia de Girona, donde se analizan con detalle de dónde provienen

sus fuentes de financiación y cuál es su tipología, así como la incidencia de variables de contexto económico (como es el resultado) en la determinación de su estructura financiera. Se concluye la presente memoria con las conclusiones y las fuentes de información consultadas.

2. 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 su parte, para financiarse, la empresa contrae una serie de obligaciones, también llamados «estructura financiera o pasivo».

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

- CUERVO (1994) identifica la estructura de capital con la composición del pasivo y la estructura de inversión con la composición del activo, y define 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 pasivo del balance de situación de la empresa.
- HALL (2000) dice que la estructura financiera es la proporción de 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 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 y financiación ajena.

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, provisiones y previsiones son una opción de cobertura que la empresa realiza 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 del caso 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 distinguir por el tiempo durante el cual estos fondos están disponibles: corto o largo plazo.

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 las 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 solo a las necesidades o proyectos en curso, sino también a una serie de limitaciones 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 y aspectos que intentan explicar los factores que determinan esta estructura.

2.1. FACTORES DETERMINANTES DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL

Según AZOFRA (1987) los factores que determinan cómo es esta estructura de capital son:

- Estructura de capital media del sector, medida a través del ratio capitales ajenos/capitales propios.
- Crecimiento de los beneficios. El beneficio de la empresa es fuente de nuevos fondos internos y su evolución condiciona la aportación de fondos externos.
- Política de retención, es decir, los beneficios retenidos.
- Crecimiento de la empresa.
- Riesgo financiero; riesgo de insolvencia, unido a los importes de los *cash-flow* e, indirectamente, al beneficio.
- 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.
- Coste directo del capital propio medido como la media dividendos/capitales propios.
- Coste del capital ajeno, es decir, los gastos financieros respecto a los fondos ajenos.
- Índice de inflación. En una situación de inflación sostenida es favorable al endeudamiento, ya que en términos reales se irá reduciendo el coste de la deuda.
- Tamaño de la empresa.

A continuación se muestran de forma resumida los puntos más relevantes de las diversas teorías que intentan explicar la composición de la estructura de capital.

3. LAS TEORÍAS SOBRE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL

Desde que MODIGLIANI y MILLER en 1958 declararan 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 el 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 inte-

rés 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 de cómo 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 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 al inversor.

Tal y como analizaron HARTFIELD et ál. (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 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 (1988) 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 ál., 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, en función de si los directivos tienen 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 o uno a más largo plazo.

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

3.1. TEORÍA DEL EQUILIBRIO ESTÁTICO

La consideración de las anteriores imperfecciones, es decir, la existencia del sistema impositivo, además de la posible aparición de dificultades financieras y la existencia de problemas de agencia, se recogen en esta teoría. Según esta, 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 (1958), 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 solo admite la existencia de un índice de deuda óptimo (TAGGART, 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).

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 a 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 ál., 1994).

3.2. LA ASIMETRÍA DE LA INFORMACIÓN Y LA TEORÍA DE LA CLASIFICACIÓN JERÁRQUICA

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 se prefiere la deuda, a continuación los instrumentos híbridos y, como último recurso, la emisión de títulos.

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 a 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. Aunque en el caso de que estén sobrevaloradas los inversores penalizarán este anuncio, por lo que pagarán un precio menor.

Solo 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.

3.3. 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 esta está pensada únicamente para grandes corporaciones. En el caso particular de las pequeñas empresas, es 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 mantiene entre prestadores y prestatarios.

En resumen, en cuanto a las dos teorías que resultan aplicables, la teoría del equilibrio estático y la de la clasificación jerárquica, estas intentan explicar la composición de las fuentes de financiación adoptadas por una empresa. La primera se basa en un ajuste gradual del endeudamiento hacia el óptimo y la segunda en la preferencia por la financiación interna sobre la externa, primero la deuda y luego la emisión de acciones.

Coinciden en considerar que la deuda representa ciertos beneficios para la empresa, procedentes de la deducibilidad fiscal de los intereses, y que también conlleva costes, como los derivados de las dificultades financieras, los de agencia y la asimetría informativa, que se analizan más profundamente en el próximo apartado.

4. EL CASO DE LAS PYMES

A nivel formal, se define una pyme como aquella empresa que cumple dos de los siguientes tres requisitos:

- Emplea a menos de 250 trabajadores.
- Tiene un volumen de negocio que no excede los 50 millones de euros.
- O bien un activo que no supere 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 estos 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 solo 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 al 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 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 monetaria. 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 ál., 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 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)»¹.

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»².

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.

4.1. 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 estas 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.

¹ FERRER, M. A. y TRESIERRA TANAKA, A. (2009): «Las Pymes y las teorías modernas sobre la estructura de capital». *Compendium*. 12, 22, 73.

² Ídem anterior.

4.2. 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, porque 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 este 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.

5. EL CASO EUROPEO Y ESPAÑOL

5.1. EUROPA

El Banco Central Europeo (BCE), a través de los Working Paper Series, ha publicado estudios recientes sobre las dificultades de las empresas para financiarse. En el número de febrero de 2011 se hace referencia a una encuesta del BCE y la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes. Este pone en evidencia su situación financiera actual, donde 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 el hecho de que el acceso a la financiación es ampliamente percibido como un factor crucial para las empresas –especialmente para las pymes– 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 de los obstáculos de financiación en los países de la zona euro durante la reciente crisis financiera.

Sin embargo según este estudio, solo 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 obstáculos cada vez mayores para acceder a la financiación, identificando claramente un impacto negativo sobre el crecimiento (por ejemplo, AYYAGARI et ál. 2008, BECK y DEMIRGUC-KUNT 2006).

FAZZARI et ál. (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 ál. (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 ál. (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.

5.2. 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 pymes

AZOFRA (1987) realizó uno de los primeros estudios de 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, quién 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 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 ál. (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 estas 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 (2002) considera 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.

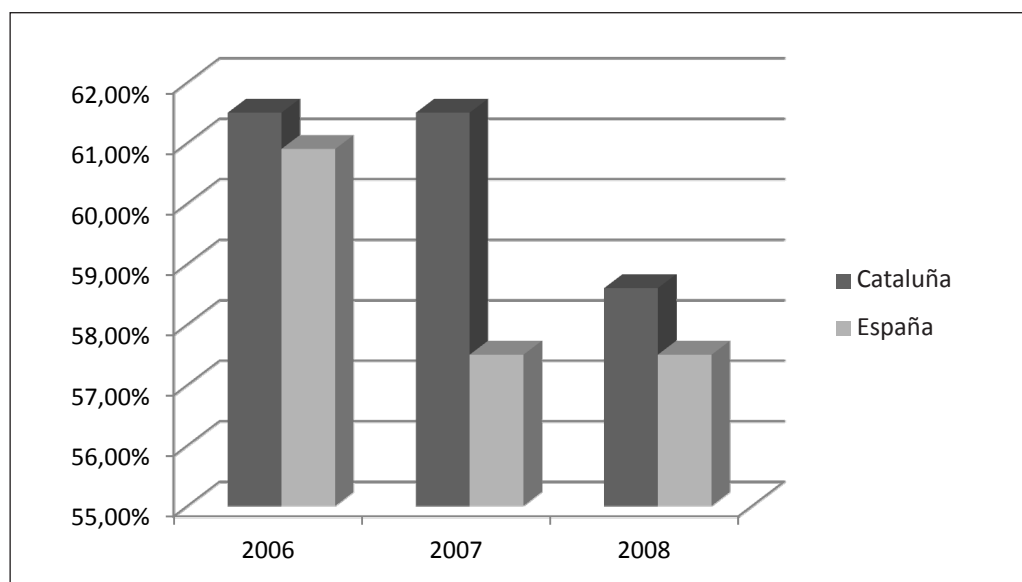
5.3. ALGUNOS DATOS. EL PAPEL DE LAS PYMES EN ESPAÑA, CATALUÑA Y GIRONA

Según el anuario de PIMEC hecho público el año 2010 sobre los años anteriores, el 99% del tejido empresarial español está formado por pymes. En 2008 había 2.532.771 pymes en España y 526.286 en Cataluña.

Los ratios financieros de este anuario destacan, en su valoración de las estructuras de pasivo de estas empresas, que los fondos ajenos representaban en 2008 el 58,6% del pasivo en el caso catalán y el 57,5% en el general español.

En el año 2006 el endeudamiento era el 61,50% en el caso catalán y el 60,9% en el español, y en 2007 fue 61,5% y 57,5%, respectivamente. Se observa, por tanto, una disminución progresiva del endeudamiento en ambas zonas geográficas. No hay que olvidar el contexto económico de 2008, con fuertes restricciones crediticias, que tuvieron gran influencia en este cambio de estructuración.

Gráfico 1. Financiación ajena de las pymes catalanas y españolas, 2006-2008



En cuanto a las pymes situadas en la provincia de Girona, no se encuentran diferencias sustanciales respecto a las de Cataluña, aunque cabe destacar que en 2008 tenían un endeudamiento menor (56% respecto al 58,6%), tanto en lo referente a la deuda a largo plazo (20,2% frente al 21,8%) como corto plazo (35,8% frente al 36,7%).

Por sectores, en el año 2008, el mayor nivel de endeudamiento se encontraba en aquellas pymes gerundenses dedicadas a la construcción (63,9%), material de transporte (63,7%) y los transportes y comunicaciones (63,2%). Y los menores niveles en las que se dedicaban a prestar servicios a otras empresas (42,8%), las industrias extractivas no energéticas (47,4%) y las de energía, gas y agua (50,30%).

6. ANÁLISIS DESCRIPTIVO

Para la realización del estudio empírico se parte de los datos ofrecidos por el Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (Sabi) de las cuentas anuales cerradas a finales de diciembre de los años 2007, 2008 y 2009.

El objetivo de este análisis es comprobar el grado de cumplimiento de los postulados teóricos estudiados en los apartados anteriores 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. Siguiendo la numeración del CNAE 2009 son:

- 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).

Además de los parámetros anteriores, es decir, domicilio social en Girona y actividad, los criterios utilizados en la selección de datos han sido aquellos que caracterizan las pymes, es decir:

- Empresas que dispongan de un mínimo de 2 trabajadores y un máximo de 250. Al eliminar las de menos de 2 trabajadores, excluimos microempresas y obtenemos una muestra más homogénea. No se consideran, por tanto, empresas con 0 o 1 empleados.
- Facturación no mayor a 50 millones de euros.
- Balance general anual que no exceda de 43 millones de euros.

Las empresas de la muestra deben cumplir al menos dos de estos requisitos durante los años 2007, 2008 y 2009, para dar más estabilidad a la variable dimensión pyme, y excluyendo las que han variado de tamaño durante el periodo estudiado.

Teniendo en cuenta estos requisitos, la muestra total de empresas estudiadas es de 4.757.

De manera sectorializada por nivel de actividad según el código CNAE 2009, corresponde a:

- 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.

Para poder hacer el análisis de los datos de estas empresas teniendo en cuenta el factor tamaño y el sector, se considerarán los siguientes indicadores sobre la base de la teoría explicada en los apartados anteriores:

- Relación recursos ajenos sobre el total del pasivo.
- Relación recursos ajenos a corto plazo sobre el total de recursos ajenos.
- Apalancamiento financiero, que relaciona endeudamiento con el activo y el resultado de la empresa.

Una vez definidas las muestras y las variables a estudiar, se procede al análisis descriptivo de las principales variables representativas de la estructura financiera de las pymes gerundenses.

6.1. METODOLOGÍA APLICADA

Una vez obtenida la muestra, se han seguido una serie de pasos para obtener los datos que permitirán comprobar el grado de aplicación de las teorías estudiadas y extraer conclusiones sobre la estructura financiera de este tipo de empresas en el ámbito geográfico concreto de la provincia de Girona.

En primer lugar, se ha perfilado la muestra eliminando aquellas empresas que, por razones diversas, causaban distorsiones, tal y como se explica seguidamente.

En segundo lugar, se ha hecho el cálculo correspondiente de los indicadores antes mencionados, a través del programa estadístico SPSS buscando la máxima fiabilidad en el análisis de los datos y en la exploración de los mismos, así como en la comparación entre sectores.

Los datos que se ofrecen en este apartado se refieren a la muestra estudio.

Partiendo, pues, de las 4.757 empresas seleccionadas inicialmente por Sabi, se han observado diferentes *outliers* que alteran la muestra de manera significativa. A estos hay que añadir aquellos valores «perdidos» como consecuencia de falta de datos del propio sistema (ceros en las masas patrimoniales). Una vez excluidas todas ellas, la muestra final de estudio queda en 4.449 empresas.

Cuadro 1. Muestra estudio y muestra original, por sectores

	Empresas muestra estudio	Empresas muestra original	Merma
Agricultura, ganadería y pesca	132	139	-7
Alimentación y bebidas	187	198	-11
Alojamiento y restauración	447	497	-50
Anexo a la construcción	691	823	-132
Comercio al por mayor	797	813	-16
Comercio al por menor	626	651	-25
Construcción	1.503	1.563	-60
Textil	66	73	-7

Como se puede ver en el **cuadro 1**, destaca sobre todo la mala calidad de datos de los sectores anexas a la construcción, donde la presencia de valor atípicos e incompletos es elevada (16,03% de la muestra inicial).

6.2. PROPORCIÓN DE FINANCIACIÓN AJENA SOBRE LA ESTRUCTURA FINANCIERA TOTAL

Se toma como variable de referencia los recursos ajenos sobre el total del pasivo para los diferentes años. Con estos datos se observa que la media de endeudamiento ajeno hacia el total del pasivo fue en 2007 de 66,98%, en 2008 del 64,03% y en 2009, 63,40%. Por tanto, en los tres años ha habido una reducción continuada de la financiación ajena de las empresas gerundenses. A nivel genérico y mediante el diagrama de caja, se ve como la gran mayoría de sociedades se mueven en valores cercanos al 60-70%.

Gráfico 2. Financiación ajena respecto al total del pasivo, 2007

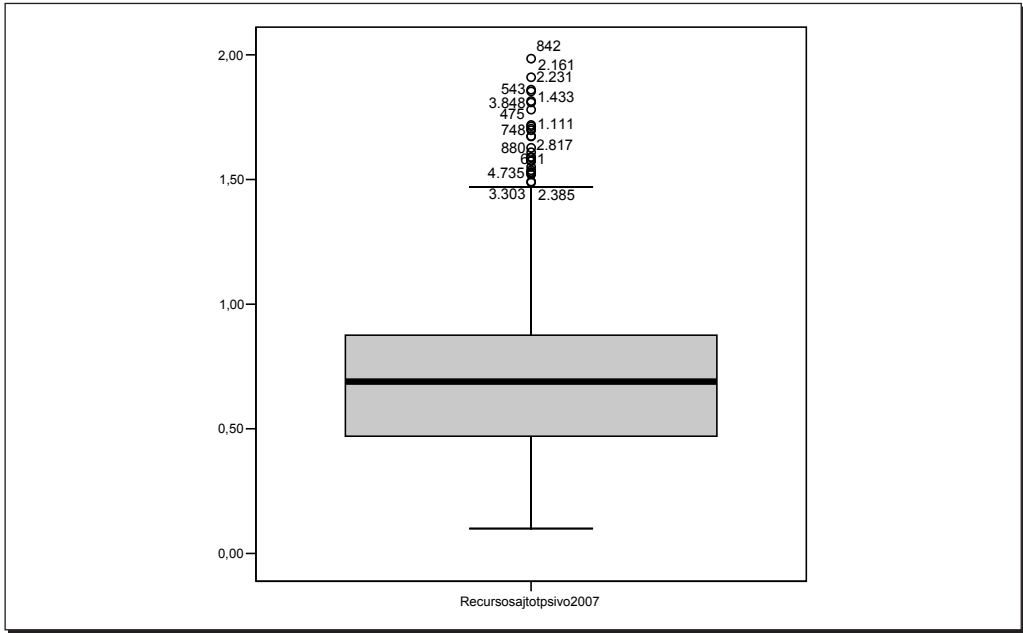
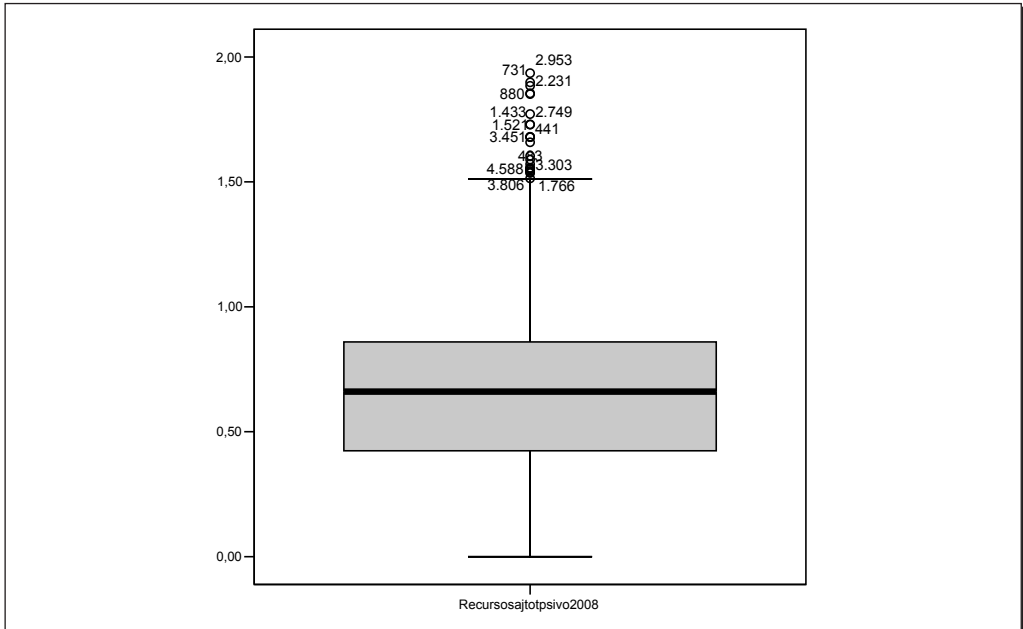


Gráfico 3. Financiación ajena respecto a total del pasivo, 2008



Partiendo de los datos del año 2007 y comparándolos con los del 2009, se observa como, en general, se ha producido un incremento del peso de los recursos propios sobre el total del pasivo. El sector del Comercio al por menor es el más expuesto a financiación ajena, y el sector Anexo a la construcción el que menos.

Del mismo modo que con la muestra general, se observa poca dispersión en los diagramas de caja, siendo el sector de la Construcción el que tiene algunos valores atípicos, a pesar de la eliminación previa de los *outliers*.

Para proceder a un análisis completo de los datos y poder comparar entre sectores, se debe comprobar si sigue una distribución normal. Mediante un gráfico de frecuencias se concluye que no es una muestra que siga normalidad en términos estadísticos. Ante este hecho, y para poder comparar mediante los indicadores Sidak y Tamhane los diferentes sectores, se aplican logaritmos para hacer la muestra normal. Gracias a ello se podrán observar, en su caso, diferencias significativas entre los mismos en cuanto a su estructura financiera.

Una vez realizado este proceso, y como se observa en los **gráficos 5, 6 y 7**, el sector Anexo a la construcción muestra diferencias importantes respecto a los otros tres sectores (Comercio al por mayor, Comercio al por menor y Construcción). El resto se mueve por intervalos similares.

Gráfico 5. Comparativa por sectores, 2007

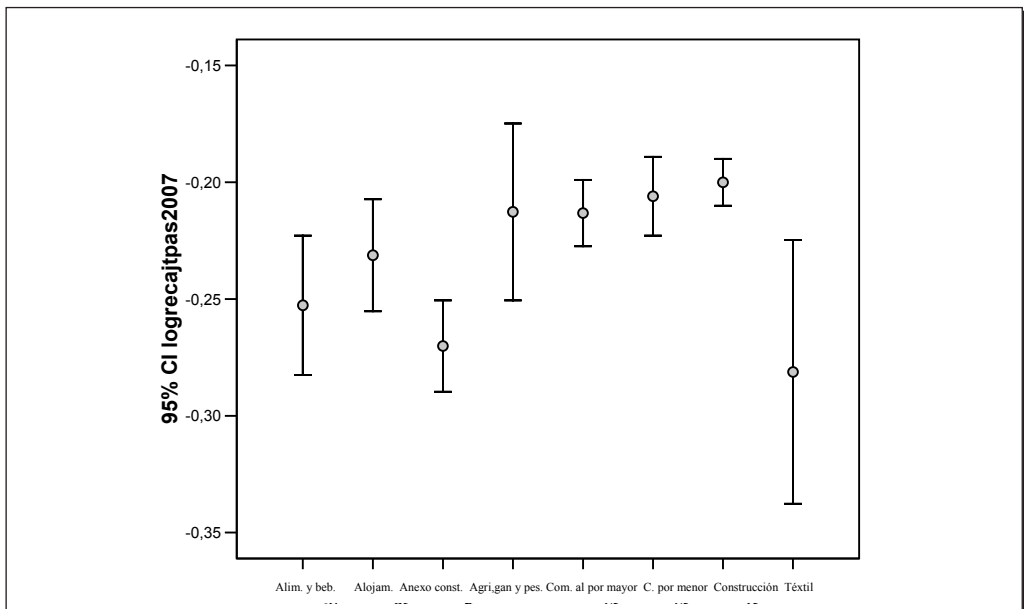


Gráfico 6. Comparativa por sectores, 2008

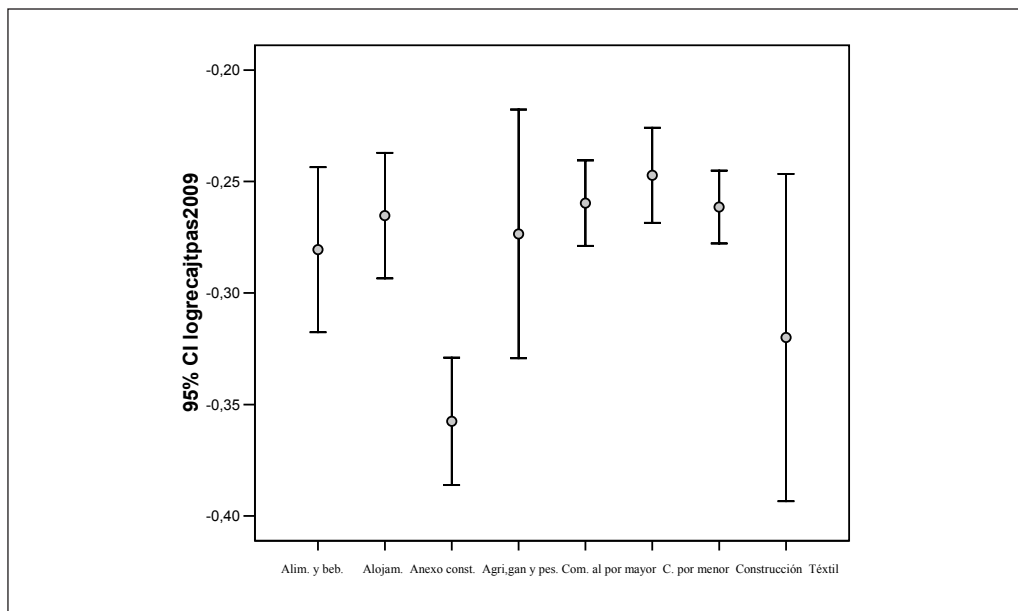
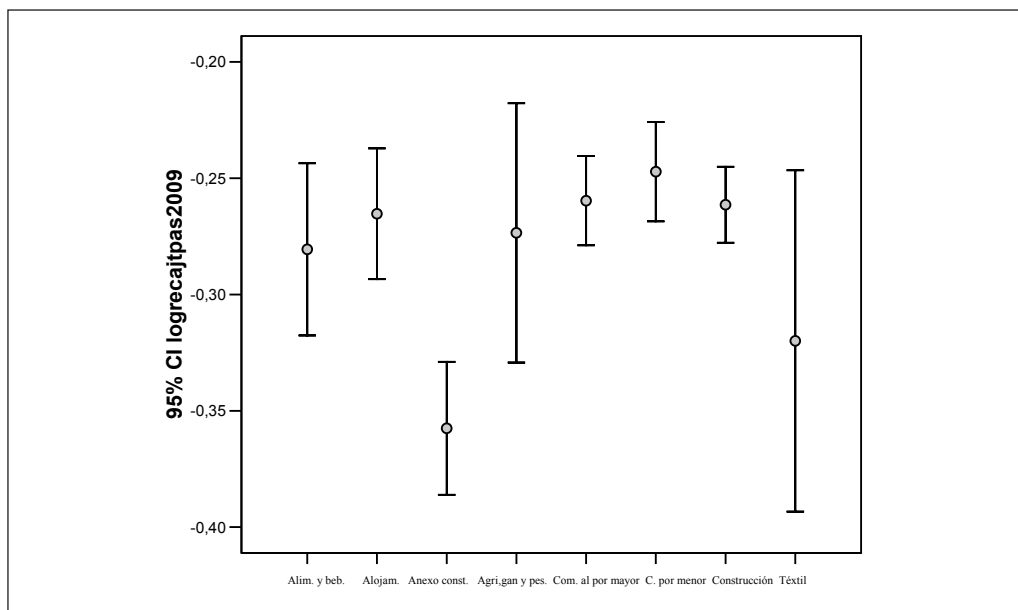


Gráfico 7. Comparativa por sectores, 2009



En el comportamiento del sector Anexo a la construcción, se destaca que hay un endeudamiento a largo plazo bastante menor que contrasta con los sectores de Comercio al por mayor, Comercio al por menor y Construcción.

El hecho de que en el grupo Anexo a la construcción haya varios códigos de CNAE y, sobre todo, centrados en servicios, abre una vía de explicación de por qué difiere de manera tan importante de los demás, dedicados a las promociones inmobiliarias (caso de la construcción) o a la compraventa (comerciales).

Durante los años analizados en el estudio hay una serie de variables a considerar, como son los tipos de interés pujantes hasta bien entrado 2009, que tenía un efecto en la reestructuración de deuda de las empresas con la intención de pagar menos deuda, y a la vez un contexto internacional de restricción del crédito.

Sin embargo, la reducción del endeudamiento no es demasiado significativa 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, tengan que adaptarse ya sea a un mayor coste de financiación o con una reducción de fondos de financiación ajenos, y optar por una reducción de estructura sin afectar su estructura de capital o, en todo caso, optando por ampliaciones de capital solo en caso de necesidad y sin que se vea afectada su estructura de propiedad.

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

6.3. PROPORCIÓN DE FINANCIACIÓN A CORTO PLAZO SOBRE EL TOTAL DE FINANCIACIÓN AJENA

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

Los recursos ajenos a corto plazo sobre el total de recursos ajenos pasan de 2007 a 45,85%; en 2008, 42,42%; y en 2009, 40,09%. Es decir, hay una progresiva disminución del endeudamiento a corto plazo y un incremento del de largo plazo.

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

Cuadro 3. Recursos ajenos a corto plazo sobre el total de recursos ajenos, 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 3** se observa como en el conjunto de los sectores hay una disminución del peso del endeudamiento a corto plazo en favor del endeudamiento a largo. De hecho, en 2009, ninguno de los sectores concentra el 50% o más de su financiación ajena en exigible a corto. En general, los diferentes sectores reducen su exposición a corto plazo en torno al 3-5%. Sin embargo, también se observa la presencia de algunos valores que podrían considerarse *outlier*.

Gráfico 8. Comparativa por sectores, 2007

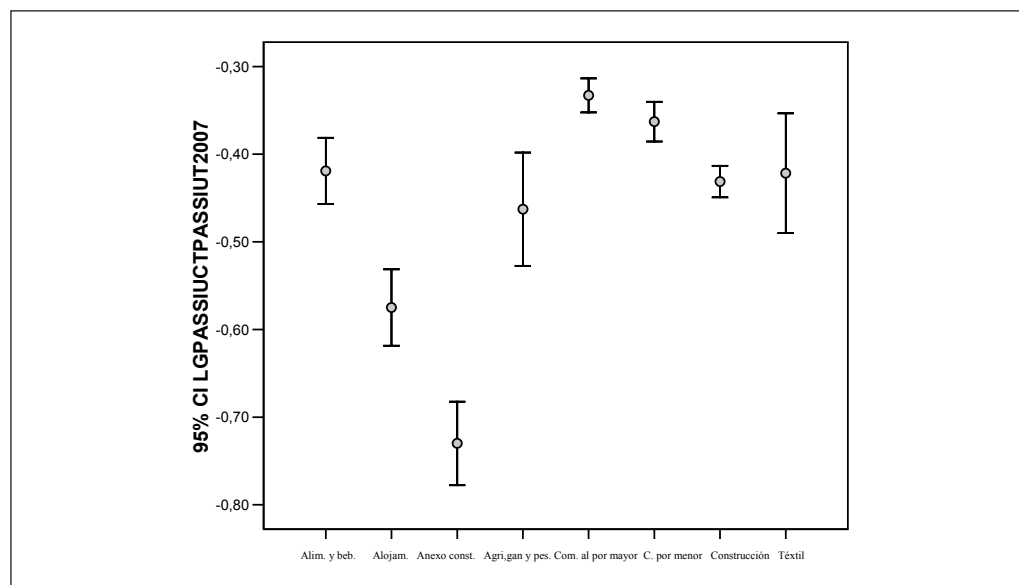


Gráfico 9. Comparativa por sectores, 2008

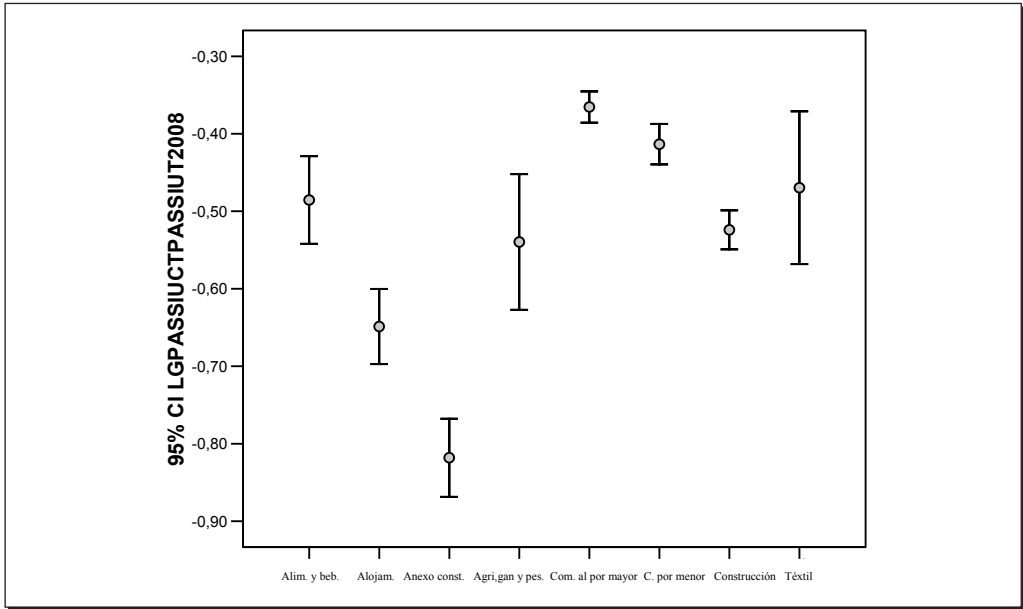
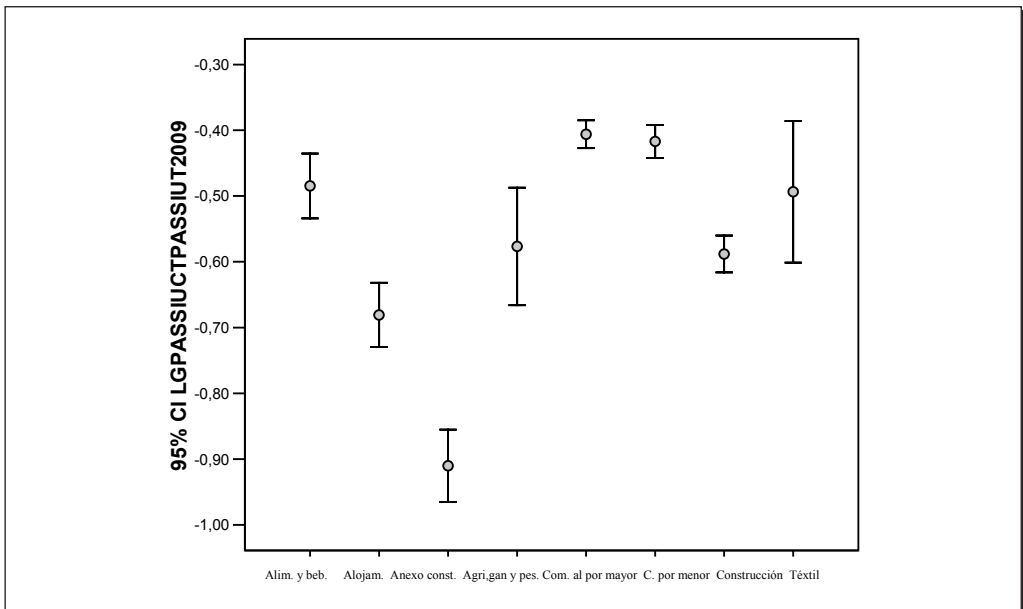


Gráfico 10. Comparativa por sectores, 2009



Por otra parte, al igual que ocurre con el análisis de la financiación ajena a corto plazo respecto al total del exigible, se observa poca dispersión en los diagramas de caja siendo los de Anexo a la construcción, Construcción y Comercio al por mayor los sectores que tienen algunos valores atípicos, a pesar de la eliminación previa de los *outliers*.

6.4. 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, 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. Al calcular este indicador por el total de la muestra, se observa que su valor se dispara con valores extremos para una parte importante de las empresas. Es por ello que se consideran como valores de referencia aceptables un apalancamiento entre 10 y -10.

Así pues, del total de la muestra base de 4.499, una vez descartados los valores nulos, queda una muestra válida de 3.176 empresas.

El aspecto más interesante a destacar, tal y como se puede ver en el **cuadro 4**, es como en la gran mayoría de los sectores hay una reducción del nivel de apalancamiento. Entre los diversos sectores se observa como el de la Agricultura, ganadería y pesca es el que hace una reducción más importante, mientras que otros se mantienen, como es el caso del sector de Alimentación y bebidas, Alojamiento y restauración, Comercio al por menor y Textil.

Cuadro 4. 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 debe principalmente a una reducción del endeudamiento ajeno, pero, sobre todo, a la caída de los BAI y del BAI1. De hecho, los resultados pasaron en 2007 de 77,94 miles de euros, a 47,53 en 2008 y 33,71 en 2009 de media (**cuadro 5**).

Cuadro 5. Evolución del 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 es el sector de la Agricultura, ganadería y pesca el único que en 2009 recupera el resultado frente a la caída general y global del año 2008.

El apalancamiento, como se ha visto, nos indica las variaciones que los cambios de la financiación provocan en las utilidades por acción y en el precio que pueden tener las mismas, aspecto que afecta más a las empresas grandes (con acciones más líquidas) que a las pequeñas. Pero sin embargo, también nos indica 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. Este sería el caso global de todos los sectores donde, a pesar de la reducción del resultado, un mayor endeudamiento implicaría una mayor rentabilidad.

7. CONCLUSIONES

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:

7.1. SOBRE LA ESTRUCTURA DEL PASIVO, EVOLUCIÓN DEL APALANCAMIENTO Y RESULTADOS ECONÓMICOS

- Las pymes poseen un endeudamiento ajeno 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 créditos por parte de las entida-

des financieras, que a su vez ha provocado en las empresas la reducción de proyectos de inversión que requirieran endeudamiento o la sustitución 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%. 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 cuotas menores.
- Se produce también una reducción del endeudamiento a corto plazo, en consonancia con la reducción del endeudamiento total.
- 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.
- La rentabilidad económica y financiera está ligada de manera directa al contexto económico. De manera más importante afecta a las pymes, que en un contexto de crisis sufren situaciones más sangrientas y en épocas de expansión se recuperan más rápidamente.
- 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.
- 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 caída del resultado.

7.2. SOBRE LA APLICACIÓN DE LAS TEORÍAS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL

- De las teorías comentadas, con base en los datos recogidos y el análisis posterior, la que más se adecua es la teoría de la jerarquía. Las pymes, por su estructura, tienen una serie de dificultades (a nivel de información, problemas de agencia, etc.) que implican un determinado nivel de endeudamiento. El efecto fiscal no parece tan importante.
- Si bien, las pymes evitan el uso extremo de apalancamiento y buscan el equilibrio entre fondos propios y endeudamiento.
- Se cumple la predisposición por parte de las pymes a asumir endeudamiento a largo plazo antes que otros tipos de financiación, sobre todo por la afectación que pueda tener en la toma de decisiones de las pymes y por las mayores dificultades de acceso a los mercados de capital en busca de recursos.

Bibliografía

- ANG, J. S. [1992]: «On the theory of finance for privately held firms», en *Journal of small business finance*, 1 (3), págs. 185-203.
- ANG, J. S.; CHUA, J. H. y MCCONNELL, J. T. [1982]: «The administrative costs bankruptcy: a note», en *Journal of Finance*, 37, págs. 219-226.
- AYBAR, C.; CASINO, A. y LÓPEZ, J. [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.
- AYYAGARI, M.; DEMIRGUC-KUNT, A. y MAKSIMOVIC, V. [2008]: «How Important Are Financing Constraints? The Role of Finance in the Business Environment», en *World Bank Economic Review*, 22 (3), págs. 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, págs. 395-403.
- BECK, T. y DEMIRGUC-KUNT, A. [2006]: «Small and Medium-Size Enterprises: Access to Finance as a Growth Constraint», en *Journal of Banking and Finance*, 30, págs. 2.931-2.943.
- BECK, T.; DEMIRGUC-KUNT, A. y MAKSIMOVIC, V. [2008]: «Financing Patterns around the World: Are Small Firms Different?», en *Journal of Financial Economics*, 89, págs. 467-487.
- BERGER, A. y UDELL, G. F. [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.
- BOEDO VILABELLA, L. y CALVO SILVOSA, A. [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, págs. 107-124.
- BRADLEY, M.; JARRELL, G. A. y KIM, E. H. [1984]: «On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence», en *The Journal of Finance*, 39, 3, págs. 857-878.
- CARDONE, C. y CASASOLA, M. [2003]: «What do we know about the financial behavior of Spanish Sme? An empirical analysis» en *Working papers 03-37*, págs. 1-33.
- COLUZZI, C.; FERRANDO, A. y MARTÍNEZ-CARRASCAL, C. [2008]: «Financing Obstacles and Growth: an analysis for euro area non-Financial Corporations». Accesible en <http://www.bde.es/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSerias/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.
- CUERVO, A. [1994]: *Análisis y planificación financiera de la empresa*. Civitas.
- DE ANGELO, H. y MASULIS, R.W. [1980]: «Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation», en *Journal of Financial Economics*, 8, págs. 3-29.
- FAZZARI, S.; HUBBARD, R. y PETERSEN, B. [1988]: «Financing Constraints and Corporate Investment», en *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, págs. 141-195.
- FERRANDO, A. y GRISSHABER, N. [2011]: *Financing obstacles among euro area firms: who suffers the most?*, Bruselas, Working Paper Series, n.º 1.293, European Central Bank.

- FERRER, M. A. y TRESIERRA TANAKA, A. [2009]: «Las pymes y las teorías modernas sobre estructura de capital», en *Compendium*, 12, 22, págs. 65-83.
- FRANK, M. Z. y GOYAL, V. K. [2003]: «Testing the pecking order theory of capital structure», en *Journal of Financial Economics*, 67, 2, pág. 217.
- GULNUR, M. y SIVASPRASAD, S. [2005]: *Capital Structure and Firm Value: An Empirical Analysis of Abnormal Returns*. London: Cass Business School, 2005. Accesible en <http://69.175.2.130/~finman/Barcelona/Papers/MuradogluSivaprasadFMA-11-30-06.pdf> el día 16/01/2011.
- HALL, C.; HUTCHINSON, J. y MICHAELAS, N. [2000]: «Determinants of The Capital Structures of European SMEs», en *Journal of Business Finance & Accounting*, 31, págs. 5-6.
- HARTFIELD, G. B.; CHENG, L. T. W. y DAVIDSON, W. N. [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, págs. 1-14.
- HOLMES, S. y KENT, P. [1991]: «An empirical analysis of the financial structure of small and large Australian manufacturing enterprises», en *Journal of Small Business Finance*, 1, 2, págs. 141-154.
- JALIVLAND, A. y HARRIS, R. S. [1984]: «Corporate Behaviour in Adjusting to Capital Structure and Dividend Targets: An Econometric Study» en *The Journal of Finance*, 39, págs. 127-145.
- JENSEN, M. C. y MECKLING, W. H. [1976]: «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», en *Journal of Financial Economics*, 3, 4, págs. 305-360.
- JIMÉNEZ NAHARRO, F. y PALACÍN SÁNCHEZ, M. J. [2005]: *Determinantes de la estructura financiera de la empresa*. Universidad de Sevilla.
- KRAUS, A. y LITZENBERGER, R. H. [1973]: «A State Preference Model of Optimal Financial Leverage», en *Journal of Finance*, 28, 4, págs. 911-922.
- LONG, M. S. y MALITZ, E. B. [1985]: «Investment Patterns and Financial Leverage», en *Corporate Capital Structures in the United States*. University of Chicago Press, págs. 325-352.
- LÓPEZ, J. y AYBAR-ARIAS, C. [2000]: «An empirical approach to the financial behavior of small and medium sized companies», en *Small Business Economics*, 14, págs. 55-63.
- MAROTO, J. A. [1996]: «Estructura financiera y crecimiento de las pymes», en *Economía Industrial*, 310, págs. 29-40.
- MARSH, P. [1982]: «The Choice between Equity and Debt: An Empirical Study», en *The Journal of Finance*, 37, págs. 121-144.
- MASULIS, R. W. [1983]: «The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates», en *Journal of Finance*, 38, págs. 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, págs. 140-166.
- MILLER, M. H. [1977]: «Debt and taxes», en *The Journal of Finance*, 32, 2, págs. 261-275.
- MODIGLIANI, F. y MILLER, M. H. [1958]: «The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment», en *The American Economic Review*, 48, 3, págs. 261-297.
- [1963]: «Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction», en *The American Economic Review*, 53, 3, págs. 433-443.

- MYERS, S. C. [1984]: «The capital structure puzzle», en *Journal of Finance*, 39, 3, págs. 574-592.
- [2001]: «Capital structure», en *The Journal of Economic Perspectives*, 15, 2, págs. 81-102.
- MYERS, S. C. y MAJLUF, N. S. [1984]: «Corporate financing and investment decisions when firms have informations that investors do not have», en *Journal of Financial Economics*, 13, págs. 187-221.
- PIMEC, Petita i Mitjana Empresa de Catalunya [2010]: *Anuari de la pime catalana 2010*. Barcelona.
- 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, págs. 103-126.
- SAÁ REQUEJO, J. [1996]: «Financing Decisions: Lessons from the Spanish Experience», en *Financial Management*, 25, págs. 44-56.
- SALAS, V. [1993]: «La empresa en el análisis económico», en *Papeles de Economía Española*, 57, págs. 126-148.
- [1996]: «Factores estructurales en la financiación de las pymes: valoración y recomendaciones», en *Revista Asturiana de Economía*, 6, págs. 29-40.
- SÁNCHEZ-VIDAL, J. y MARTÍN UGUEDO, J. F. [2003]: «Preferencias dinámicas de financiación de las empresas españolas: nueva evidencia de la teoría de la jerarquía». Documento presentado en 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, págs. 341-355.
- SCHERER, F. M. y ROSS, D. [1990]: *Industrial market structure and economic performance*. Boston, Houghton Mifflin.
- SISTEMA DE ANÁLISIS DE BALANCES IBÉRICOS (Sabi), consultado en fecha 7 de marzo de 2011.
- 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 LÓPEZ GARCÍA, J. [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, págs. 784-793.
- TAGGART, R. A. [1977]: «A Model of Corporate Financing Decisions», en *Journal of Finance*, 32, págs. 1.467-1.484.
- TITMAN, S. y WESSELLS, R. [1988]: «The Determinants of Capital Structure Choice», en *Journal of Finance*, 43, págs. 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, págs. 337-347.
- WATSON, R. y WILSON, N. [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, págs. 557-578.
- ZOPPA, A. y MCMAHON, R. [2002]: «Small Enterprise Research», en *The Journal of SEAANZ*, 10, 2, págs. 23-42.