

# **FINANCIACIÓN Y TAMAÑO EMPRESARIAL. LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA EN ESPAÑA**

Antonio García Tabuena <sup>(1)</sup>  
Fernando Merino de Lucas <sup>(1)</sup>  
David Rubio Retamosa <sup>(2)</sup>

**Documento de Trabajo nº 3 / 2002**

- (1) Servilab y Universidad de Alcalá. Dpto. de Estadística, Estructura Económica y Organización Económica Internacional.**  
**(2) Servilab**

La serie **Documentos de Trabajo** que edita el Laboratorio de Investigación del Sector Servicios (SERVILAB), incluye avances y resultados de los trabajos de investigación realizados como parte de los programas y proyectos del centro.

## ***Resumen***

Este trabajo realiza un análisis descriptivo de la estructura financiera de las empresas españolas en las dos últimas décadas del siglo XX (1982-1999). Partiendo de la información contenida en la Central de Balances del Banco de España, se pone de manifiesto la importancia que tiene el tamaño de las empresas a la hora de establecer su estructura financiera y los costes de la financiación externa, entre otros aspectos.

***Clasificación JEL:*** G32, D21. M10

***Palabras clave:*** Estructura financiera, tamaño empresarial, *Pyme*.

## ***Abstract***

This work makes a descriptive analysis of the financial structure of Spanish companies in the last two decades of the 20th century (1982-1999). From the information in Central de Balances of Bank of Spain, it shows the importance of enterprises' size in the establishment of the financial structure and the costs of outside financing, among other aspects.

***JEL Classification:*** G32, D21. M10

***Key words:*** Financial structure, enterprises' size, MSE.

## I. INTRODUCCIÓN

El área de la financiación empresarial es uno de los que ha tenido mayor importancia entre los estudios económicos de la empresa. Los ámbitos desde los que se ha abordado cubren desde la actuación de los agentes económicos privados (empresas no financieras, que tratan de determinar su estructura financiera óptima, y empresas-intermediarios financieros que canalizan los recursos financieros hacia aquellas empresas), el funcionamiento de los mercados financieros, el papel de la Administración Pública como agente que puede facilitar recursos adicionales para segmentos específicos del tejido empresarial, o el del marco legal-institucional que rige en este tema.

Dado que lo habitual es el incumplimiento de las condiciones teóricas establecidas para que se dé el resultado de Modigliani-Miller, la estructura financiera de las empresas se convierte en un factor relevante. Entre los múltiples aspectos que la literatura económica ha ido señalando como determinantes de la estructura financiera de las empresas se encuentra el tamaño de las mismas, puesto que éste puede condicionar el acceso a determinadas fuentes financieras, o influir en el coste de los recursos obtenidos en cada una de las vías existentes.

Este trabajo, que forma parte de un análisis mucho más amplio en el que se analizan los distintos instrumentos de apoyo a la financiación empresarial existentes en España, efectúa en primer lugar un análisis descriptivo de la relación existente entre la estructura financiera de las empresas española y su tamaño, realizando además una comparación internacional a partir de bases de datos equivalentes. La segunda parte del trabajo analiza la relación que para las empresas de cada tramo de tamaño existe entre su situación financiera y algunas de las variables relevantes de carácter no financiero de las empresas, como la inversión, rentabilidad o el coste de la misma.

Una de las cuestiones a determinar en el estudio empírico de la estructura financiera empresarial es la determinación de la fuente estadística que se va a utilizar. Este trabajo utiliza la Central de Balances del Banco de España como fuente estadística. La razón de esta elección responde al deseo de poder mostrar los cambios producidos en un largo periodo de tiempo, y ser ésta la única fuente existente que hace posible analizar estas cuestiones para las dos últimas décadas del siglo XX. En el proyecto general en el que se insertan los resultados contenidos en este trabajo, se detallan las características de las principales fuentes estadísticas alternativas disponibles y se realizan diversos análisis con fuentes estadísticas alternativas y comparando la adecuación de todas ellas.

Este trabajo se estructura del siguiente modo. En la sección segunda se plantean algunas de las principales características de la fuente estadística elegida. En la sección tercera se analiza la estructura del pasivo de las empresas no financieras en las dos últimas décadas del siglo XX, para en la sección

cuarta analizar la evolución de los resultados de estas empresas a través de los principales ratios utilizados en la literatura. La sección quinta presenta los resultados obtenidos en lo que se refiere a la relación entre estructura financiera empresarial y decisiones reales de las empresas. La sección sexta recoge las conclusiones del trabajo.

## II. LAS FUENTES ESTADÍSTICAS

La Central de Balances del Banco de España (CBBE) fue prácticamente la única fuente de información relevante que se empleó en el análisis de la financiación empresarial en España hasta bien entrada la década de los noventa. Goza de varias ventajas. Primera, que ofrece la serie más larga de análisis (desde 1982), casi las dos últimas décadas de la economía española. La disposición de *ratios* para un período largo permite evaluar las tendencias y comportamientos de las estructuras financieras del conjunto de las empresas del país aportando una valiosa visión de la influencia de los ciclos y, en ocasiones, de otros factores estructurales. Además de un examen del conjunto de empresas permite también el estudio desagregado a través de los principales sectores de actividad, así como su segmentación en función de la variable tamaño, aspecto fundamental para el presente trabajo.

La segunda ventaja de esta base es el rigor empleado en su construcción y seguimiento por parte del organismo monetario y de supervisión bancaria. No todas las Centrales de Balances de los países avanzados, en general, y de los europeos, en particular, cuentan con la misma metodología de elaboración; sin embargo, todas ellas están soportadas bajo un marco técnico riguroso y facilitan la comparación entre agregados de los diferentes casos nacionales. Por otra parte, la CBBE forma parte del Comité Europeo de Centrales de Balances, y es pionera del Banco de datos homogéneos de las cuentas de las empresas no financieras de los países de la Unión Europea, Estados Unidos y Japón (Proyecto BACH). Y la tercera ventaja es que la información de los datos aparece para dos años consecutivos con las empresas comunes; es decir, la Central solicita siempre datos a las empresas que participan voluntariamente en el panel de dos años consecutivos, lo que da mayor coherencia al análisis. Finalmente, ofrece también un conjunto de las *ratios* financieras empresariales más significativas.

Como se ha apuntado más atrás, son bien conocidos los sesgos de esta base hacia la gran empresa y la empresa manufacturera y, en menor medida, hacia la empresa de naturaleza pública.

El primero es, evidentemente, el más perjudicial para nuestro trabajo. No obstante, el número de pequeñas empresas participantes en la muestra ha ido aumentando con el tiempo de la misma. En la actualidad son más de 4.000 las unidades productivas de pequeña dimensión, sobre un total

aproximado de 8.000 empresas. Y por otra parte, en colaboración con el Centro de Proceso de Estados Contables (CPEC), el Banco de España hace un seguimiento y presentación de la evolución específica de las cuentas financieras de las pequeñas empresas.

### III. ESTRUCTURA DE PASIVO DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS (1982-1999)

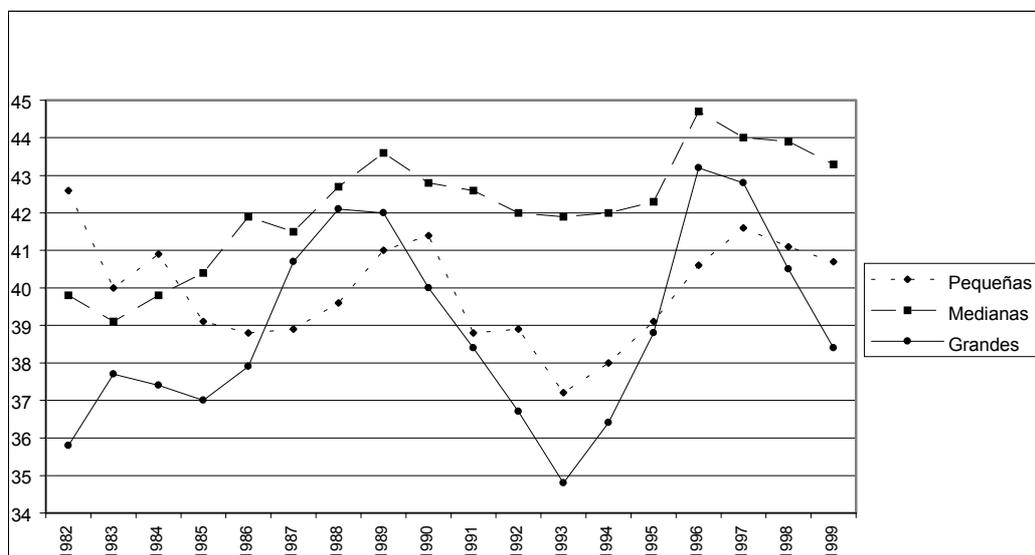
El Cuadro 1 y el Gráfico 1 que se presentan a continuación reflejan la estructura media del pasivo de las empresas españolas para el período 1982-1999 y la evolución de los recursos propios por tamaños de empresas en dicho período, respectivamente.

Las *pyme* españolas disponen de una reducida base crediticia a medio y largo plazo (7,9% del total del pasivo en el caso de las pequeñas y 6,8% las medianas, frente a un 14,0% las grandes). Por el contrario, tiene un destacado peso: i) la financiación a corto plazo proveniente de las entidades de depósito (13,7% las pequeñas y 13,3% las medianas, frente a un reducido 6,0% las grandes), ii) el crédito de provisión o financiación de proveedores y otros acreedores (recursos ajenos a corto plazo sin coste, según la nomenclatura de la Central de Balances) y, en menor escala, iii) los fondos propios, que suponen 0,6 puntos más entre pequeñas (39,8%) y grandes (39,2%) y cerca de 3,5 entre las medianas (42,6%) y las grandes. En este último caso, es de destacar la fuerte base de recursos propios con que cuentan las empresas de mediana dimensión, aquellas que, por otra parte y en ciertas condiciones, se ha mostrado que son más sensibles y eficientes en la generación de recursos tecnológicos y de innovación de producto (Buesa y Molero, 1992, 1996 a y 1996 b).

**Cuadro 1. Estructura financiera de pasivo de las empresas españolas. (Media total 1982-99)**

<b>PASIVO</b>	<b>Pequeñas</b>	<b>Medianas</b>	<b>Grandes</b>
TOTAL PASIVO	100,0	100,0	100,0
RECURSOS PROPIOS	39,8	42,6	39,2
RECURSOS AJENOS	59,6	55,9	56,2
Recursos ajenos a largo plazo	11,1	10,1	24,4
<i>Con entidades de crédito</i>	7,9	6,8	14,0
<i>Resto</i>	3,2	3,3	10,5
Recursos ajenos a corto plazo (con coste)	15,6	15,8	11,0
<i>Con entidades de crédito</i>	13,7	13,3	6,0
<i>Resto</i>	1,9	2,4	5,1
Recursos ajenos a corto plazo (sin coste)	32,9	30,1	20,8
<i>Proveedores</i>	20,3	17,0	8,6
<i>Otros</i>	12,2	12,3	11,3
<i>Ajustes por Periodificación</i>	0,4	0,7	0,8
PROVISIONES RIESGOS Y GASTOS	0,6	1,5	4,6
Crédito bancario-total pasivo	21,6	20,1	19,9
Crédito bancario-recursos ajenos	36,2	36,0	35,5

**Gráfico 1. Recursos propios de las empresas españolas por tamaño (1982-99).** (Fuente: Elaboración propia a partir de Resultados anuales de las empresas no financieras, 1999. *Central de Balances del Banco de España.*)



A lo largo de la serie estudiada, se observa que, exceptuando los ejercicios 1982 a 1984, el colectivo de las medianas empresas siempre se ha situado por encima de los otros dos en nivel de recursos propios. No obstante, a partir de 1995/96, se aprecia una cierta convergencia entre estos recursos por parte de los tres tramos de dimensión, aún con la clara connotación de tendencia señalada: las medianas son las más capitalizadas, las pequeñas en segundo lugar, y las grandes las que tienen una menor *ratio* de fondos propios. En general, las unidades pequeñas están más capitalizadas que las grandes en períodos bajos del ciclo y ocurre lo contrario en etapas de expansión.

Conviene detenerse brevemente en los recursos ajenos sin coste. En el caso de las pequeñas significa el 55,3% del total de recursos ajenos; en el de las medianas el 53,8%, y en el de las grandes el 36,9%. En la composición de pasivo, las unidades productivas de pequeña dimensión utilizan más de 12 puntos por encima el crédito sin coste explícito que las unidades de gran tamaño, y cerca de 3 puntos por encima que en el caso de las medianas. La distancia es aún mayor si únicamente se contempla el crédito de proveedores.

De estos resultados sobre la estructura de pasivo de las empresas españolas llama la atención su peculiar contradicción con el modelo de relaciones banca-industria español en el que, pese al protagonismo del sector familias y sector público (en este caso, hasta bien entrada la década de los años noventa) en la propiedad de las empresas, también se da un cierto comportamiento *bancarizado*

de las unidades productivas, si bien de distinto nivel que en el modelo al uso en Alemania y Japón, con fuertes interrelaciones de propiedad y control entre banca y empresas.

De acuerdo con la tipología española de banca *mixta*, si siguiera las pautas de países que aplican este mismo modelo, parecería que la banca, y en general las entidades de depósito, deberían facilitar más financiación a largo plazo a las empresas y no restringirla, tan estrechamente como lo hace, al corto plazo, especialmente a la pequeña y mediana empresa. Basta observar el Cuadro 2, que representa datos comparativos entre países según el Proyecto *Bach*<sup>1</sup> de la Comisión Europea, para comprobar que las entidades de crédito españolas son las que menos crédito a largo plazo proveen a las *pyme*; y por citar un ejemplo muy cercano a nuestro país, las *pyme* francesas recibieron en el año 1998 (último año de que se disponen de datos de la base *Bach*) 1,4 puntos porcentuales más que las españolas (7,6% frente al 6,2%); por el contrario la diferencia en el crédito a corto plazo fue favorable a las españolas sobre las francesas en cerca de 8 puntos (12,6% frente al 4,9%). Por otra parte, si nos atenemos a los recursos propios de las *pyme* españolas podemos comprobar, según la misma base *Bach*, que son las más capitalizadas de todos los países de la Unión Europea y también de los Estados Unidos y Japón<sup>2</sup>. En este sentido, parecería que las *pyme* españolas se acercan más al modelo anglosajón, puesto que la importancia de sus recursos propios es más propia de países con desarrollados mercados de capitales, tal como es el caso del Reino Unido.

Las comparaciones facilitadas por el mismo Proyecto *Bach* nos permiten conocer, según puede observarse en el Cuadro 3, la financiación bancaria sobre las deudas totales de las empresas de los distintos países sin la distinción de tamaños empresariales. En conjunto, las empresas manufactureras españolas han ido reduciendo desde 1986 la financiación bancaria sobre el total de su deuda (con la excepción de los años de recesión 1990, 1991 y 1992), habiendo pasado del 43,7% en 1986 al 32% en 1989 y al 22,5 en 1998. Aún así, la empresa española es una de las más *bancarizadas* respecto a los países estudiados. Sobresalen en los últimos años, por encima del caso español, Austria, Italia, Portugal y Japón.

---

<sup>1</sup> La idea de la creación de un banco de datos de empresas no financieras, agregadas en función de la actividad económica y el tamaño (según dos categorías: pequeñas y medianas, de una parte, y grandes empresas, de otra), partió de una iniciativa de la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión Europea (DG II), que en 1985 solicitó la colaboración de los países de la Unión Europea, Estados Unidos y Japón. El proyecto recibió el nombre *BACH* (*Bank for Accounts of Companies Harmonised*). Por parte europea participan hasta la fecha Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Holanda, Italia y Portugal. Durante el primer trimestre de 1997, la DG II comenzó la distribución de la nueva base de datos *BACH*; la nueva versión ha permitido la elaboración de un estudio más detallado del crédito interempresarial, la rentabilidad, el apalancamiento financiero y otras tasas y *ratios* significativas. A ella se han incorporado Dinamarca, Finlandia y Suecia.

<sup>2</sup> Únicamente si incluimos en el análisis del Proyecto *Bach* Estados Unidos y Japón, las *pyme* norteamericanas se acercarían a las españolas en fondos propios, lo que, por otra parte, no parece congruente con el importante desarrollo de los mercados secundarios de capitales en aquél país al servicio de la pequeña y mediana empresa.

No obstante, si nos atenemos a los datos aportados por la Central de Balances del Banco de España, cuya metodología de cálculo no coincide con la del Proyecto Bach (en el que, además, tan sólo se consideran las empresas manufactureras), los resultados medios que se obtienen para la serie 1982-1999 muestran que la *ratio* crédito bancario sobre recursos ajenos es, para el caso de las empresas pequeñas, 36,2%; para las medianas, 36,0%, y para las grandes, 35,5%. Un tercio, aproximadamente, de los recursos ajenos de las empresas españolas tiene origen crediticio bancario. Se observa, en general, una suave tendencia creciente en el caso de las pequeñas empresas, un moderado descenso en el caso de las medianas y un descenso muy pronunciado en el de las grandes. Las unidades más pequeñas son, por tanto, las más bancarizadas.

Así pues, para los valores medios de las dos décadas examinadas pueden formularse algunas *relaciones entre financiación y tamaño* de las empresas españolas:

- i) Relación directa con los recursos ajenos a largo plazo: más de 13 puntos porcentuales favorables a la gran empresa frente a la pequeña (24,4% sobre 11,1%). Muestra clara de la posibilidad de acceso de las empresas de gran tamaño a los mercados de deuda. Se observa, no obstante, que éstas mantienen una tendencia temporal hacia la reducción de sus fondos ajenos a largo plazo (mientras hacen crecer lentamente la *ratio* de recursos propios, coincidiendo especialmente con etapas expansivas del ciclo). Por el contrario, las pequeñas tras reducir su *ratio* de recursos ajenos a largo plazo durante la década de los ochenta (igual tendencia para el caso de las medianas), lo despegan lentamente hacia arriba en la última década (en menor medida las medianas).
- ii) Relación inversa con los fondos ajenos a corto plazo con coste, especialmente con los provistos por las entidades de depósito: 7,7 puntos porcentuales del pasivo por encima la pequeña empresa frente a la grande (13,7% sobre 6,0%). En general, se aprecia un acomodo al ciclo económico por parte de los distintos subconjuntos empresariales agrupados por tamaño, de tal manera que tienden a reducir los fondos ajenos a corto plazo cuando el ciclo torna un perfil positivo y a ampliarlos en el caso contrario.
- iii) Relación inversa con los recursos ajenos a corto plazo sin coste explícito, dada la mayor dependencia de las pequeñas y medianas empresas respecto a los proveedores. Como puede comprobarse ésta es la principal fuente de financiación de la pequeña y mediana empresa en España (32,9% para las pequeñas y 30,1% para las medianas, frente al 20,8% en el caso de las grandes). El crédito de proveedores ha supuesto el 22,3% para las empresas pequeñas —es decir cerca de una unidad monetaria por cada cuatro de recursos

financieros—, 17,0% para las medianas y 8,6% para las grandes —menos de una unidad monetaria por cada diez de recursos financieros—. Sin embargo, otros recursos ajenos a corto sin coste (*Resto*) ha supuesto aproximadamente la misma magnitud relativa en los tres tamaños estudiados; en esta partida se encuentran, entre otras, las deudas a las Administraciones Públicas (Seguridad Social, Hacienda...) y otros acreedores.

- iv) Relación inversa en cuanto al índice de *bancarización*, o *ratio* que mide los recursos crediticios aportados por las entidades de depósito sobre el total de recursos ajenos (36,2% para las pequeñas y 36,0% para las medianas, frente al 35,5% de las grandes). Como se ha indicado atrás, con el paso de los años las tendencias se han invertido: las grandes reducen notablemente la dependencia bancaria, las medianas la suavizan y las pequeñas van lentamente aumentándola. En 1999 los datos aportaban 22,2%, 32,9% y 38,2% para grandes, medianas y pequeñas, respectivamente.

#### *Variabilidad de los recursos ajenos*

Por otra parte, para este periodo 1982-1999, sobresale también la mayor estabilidad o permanencia de los recursos ajenos (endeudamiento respecto al pasivo total) de las pequeñas empresas sobre las grandes. Siguiendo la información facilitada en el Gráfico 2, estas últimas han podido endeudarse más que aquellas en las distintas etapas del ciclo del periodo analizado. Puede observarse que las empresas grandes han modificado significativamente su endeudamiento en las etapas de expansión, 1984-1989 y 1994-1999 (7,4 y 8,9 puntos porcentuales de diferencia, respectivamente, entre los valores máximo y mínimo), en tanto que las pequeñas se han movido entre unos máximos diferenciales de 2,4 y 4,5 puntos, respectivamente. En la etapa recesiva, 1990-1993, por el contrario, las pequeñas empresas mantuvieron un diferencial mayor en la financiación ajena (4,7 puntos porcentuales de diferencia entre los años de mayor y menor endeudamiento, sobre 3,9 de las grandes). Las empresas medianas han tenido un comportamiento distinto en los tres períodos del ciclo: la estabilidad de su endeudamiento se mantuvo notablemente en el período de crisis de los inicios de los noventa, mientras que en las dos etapas expansivas lo ampliaron, especialmente en el de 1984-1990.

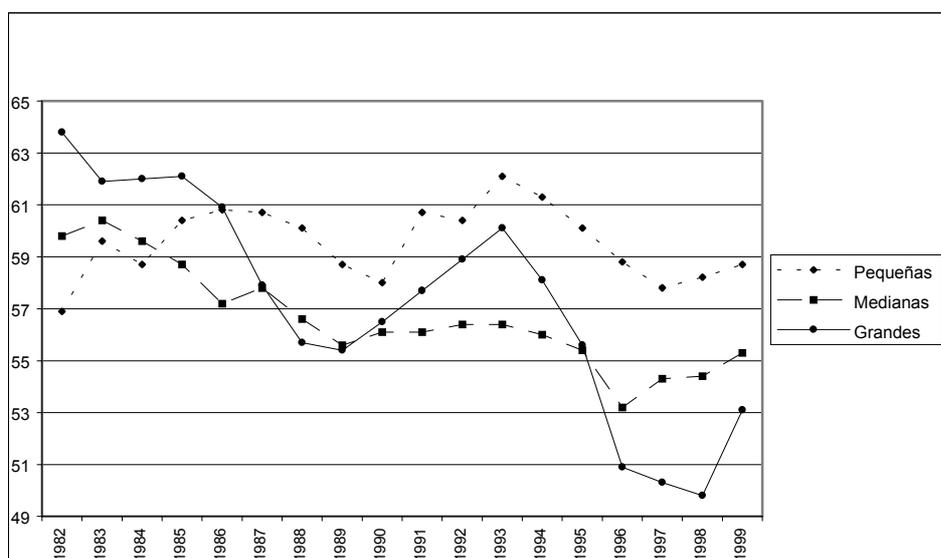
**Cuadro 2. Comparación internacional de la estructura de balance de las empresas manufactureras según el Proyecto *Bach*. (Fuente: Base de datos BACH)**

PAÍSES	ESPAÑA	ALEMANIA	AUSTRIA	BÉLGICA	DINAMARCA	FINLANDIA	FRANCIA	HOLANDA	ITALIA	PORTUGAL	SUECIA	ESTADOS UNIDOS	JAPÓN
AÑOS (a)	1998	1997	1998	1998	1997	1997	1998	1998	1998	1998	1996	1998	1998
Nº de empresas	2088	7292	691	12490	...	1529	12805	215	14463	8076	35452	...	445849
<b>PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS</b>													
<b>ACTIVO</b>													
I. INMOVILIZADO	37,8	32,0	46,1	44,4	46,0	50,4	25,7	50,6	29,2	44,7	53,1	36,9	44,8
II. CIRCULANTE	62,1	67,9	53,9	55,6	54,0	49,6	74,3	49,4	70,7	55,3	46,9	63,1	55,2
TOTAL ACTIVO (I+II)=TOTAL PASIVO (III a VI)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
III. FONDOS PROPIOS	44,8	22,3	31,5	38,6	34,2	38,4	37,0	42,4	26,0	38,5	34,2	44,4	26,7
IV. DEUDAS A LARGO PLAZO	11,2	15,5	17,7	17,7	19,0	21,1	16,3	18,0	11,1	17,3	17,5	20,2	25,8
Del cual, con entidades de crédito	6,2	10,5	...	9,8	...	11,4	7,6	7,3	6,6	9,0	...	11,1	22,0
V. DEUDAS A CORTO PLAZO	43,0	46,5	36,2	41,5	43,4	31,9	44,2	33,9	56,5	43,8	39,2	32,8	44,5
Del cual, con entidades de crédito	12,6	11,4	14,9	6,8	...	4,1	4,9	10,5	18,8	10,9	3,3	9,6	14,6
VI. PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS	1,0	15,6	14,7	2,2	3,4	8,6	2,5	5,7	6,3	0,5	9,1	2,6	2,9
Nº de empresas	386	1506	273	486	...	270	1317	396	2047	109	409	...	2144
<b>GRANDES EMPRESAS</b>													
<b>ACTIVO</b>													
I. INMOVILIZADO	48,5	44,4	45,7	61,5	50,1	62,7	44,0	68,9	37,4	54,4	55,7	66,5	49,8
II. CIRCULANTE	51,5	55,5	54,3	38,5	49,9	37,3	56,0	31,2	62,6	45,6	44,3	33,5	50,2
TOTAL ACTIVO (I+II)=TOTAL PASIVO (III a VI)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
III. FONDOS PROPIOS	45,7	33,1	34,3	42,1	46,4	38,9	39,7	51,9	29,6	51,7	32,4	36,8	43,7
IV. DEUDAS A LARGO PLAZO	8,9	4,2	13,3	19,5	13,1	22,4	16,1	17,6	12,2	10,9	14,2	22,1	17,1
Del cual, con entidades de crédito	4,6	2,0	7,9	4,8	...	9,0	3,3	3,4	7,7	7,8	...	7,9	6,7
V. DEUDAS A CORTO PLAZO	40,0	29,8	36,1	33,2	36,4	28,1	38,6	26,1	49,5	35,1	35,8	26,0	34,7
Del cual, con entidades de crédito	5,2	3,2	12,1	3,5	...	4,0	2,9	4,2	12,4	6,4	3,1	2,0	8,9
VI. PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS	5,4	32,8	16,4	5,2	4,1	10,6	5,7	4,4	8,8	2,3	17,7	15,1	4,6

**Cuadro 3. Comparación internacional de la ratio de financiación bancaria sobre deudas totales de las empresas manufactureras según el Proyecto Bach. (Fuente: Base de datos BACH.)**

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
ESPAÑA	32	34,9	35,6	36,4	32,9	29,7	29,7	25,4	23	22,5
UEM-8 (a)	26	27,4	27,2	27,5	26,8	24,9	24,6	24,1	23,8	23,6
ALEMANIA	21,6	22,6	22,3	22,2	21,5	19,7	19	17,9	18,2	17,1
AUSTRIA (b)	25,7	25,4	24,8	27,8	27,2	23,5	24,9	25,5	24,9	25,3
BÉLGICA	24,1	24	21,5	22,2	21,3	20,9	20,1	20,7	20,2	19,1
FINLANDIA	34,5	34,1	33	33,7	31,4	29,3	28,8	25,1	26,3	...
FRANCIA	20,9	20,9	20,1	18	16,7	15,3	14,8	13,5	13,4	13,5
HOLANDA	18,8	17,9	20	21,2	...	...	...	...	...	...
ITALIA	36,7	38,3	38,1	38,2	35,4	34,4	33,9	33,4	33	34,4
PORTUGAL	...	36,5	37,6	36,4	34,5	31,2	31,1	33	30,5	31,9
DINAMARCA	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
SUECIA (b)	...	...	8,6	8,5	6,4	4,2	4,5	6,1	...	...
ESTADOS UNIDOS	20,9	21,9	20,4	19,8	18,9	18,9	19,4	19,2	20,1	22
JAPÓN	36,3	35,8	37,1	40,1	42,5	42,2	40,8	38,6	39,6	40,4

**Gráfico 2. Recursos ajenos de las empresas españolas por tamaño (1982-99).** (Fuente: Elaboración propia a partir de Resultados anuales de las empresas no financieras, 1999. *Central de Balances del Banco de España.*)



**Cuadro 4: Variación máxima en las empresas españolas entre recursos ajenos según períodos del ciclo y tamaño empresarial (en %).** (Fuente: Elaboración propia a partir de Resultados anuales de las empresas no financieras, 1999. *Central de Balances del Banco de España.*)

Años (CICLO ECONÓMICO)	Pequeñas	Medianas	Grandes
1984-1989	2,4	4,6	7,4
1990-1993	4,7	0,7	3,9
1994-1999	4,5	2,8	8,9

Si el grado de permanencia de recursos ajenos se mide en función de la *ratio* de endeudamiento, los resultados anteriores cambian parcialmente. De un lado, se observa para las pequeñas empresas una menor estabilidad de recursos ajenos con coste en las tres etapas del ciclo (las variaciones entre máximos y mínimos son más altas: 3,3-5,3-5,7 puntos porcentuales a largo de las tres etapas del ciclo de la serie estudiada, respectivamente). Aún así, las unidades de mayor tamaño superan ampliamente este grado de variación en las etapas alcistas (9,1 puntos porcentuales en 1984-1990 y 11 puntos en la etapa 1994-1999), pero lo reducen considerablemente en la etapa de caída del ciclo, 1999-1993, hasta 5,5 puntos). De nuevo, las empresas de tamaño mediano adoptan un comportamiento singular, en el sentido de ir reduciendo paulatinamente la variabilidad de recursos ajenos con coste a lo largo de las tres etapas estudiadas, para situarse por debajo incluso de la que han tenido las empresas pequeñas.

**Cuadro 5. Variación máxima en las empresas españolas según *ratio* de endeudamiento, períodos del ciclo y tamaño empresarial (en %). (Fuente: Elaboración propia a partir de Resultados anuales de las empresas no financieras, 1999. *Central de Balances del Banco de España.*)**

Años (CICLO ECONÓMICO)	Pequeñas	Medianas	Grandes
1984-1989	3,3	9,8	9,1
1990-1993	5,3	4,6	5,5
1994-1999	5,7	3,8	11,0

*Peso de recursos propios sobre inmovilizado fijo*

Otra forma de acercarse al comportamiento financiero de las empresas por tamaños es considerar las magnitudes correspondientes del inmovilizado de los activos y compararla con los niveles de recursos propios. A partir de los datos para el período analizado, se comprueba (Cuadro 6) que, como promedio, las grandes empresas no superaron el 60%, frente al 112,5% para el conjunto de las *pyme*; lo que significa que las pequeñas y medianas empresas sufren un elevado coste del capital en términos de inmovilizado: para la media estudiada cerca del doble que en el caso de las empresas grandes (119% en las pequeñas y 107% en las medianas). A la hora de seleccionar un proyecto empresarial, en términos relativos las *pyme* han de emplear (inmovilizar) en activos fijos bastantes más recursos propios que los que necesitan las grandes empresas; indicativo explícito del mayor coste del capital con que, aparentemente, se halla penalizada la pequeña y mediana empresa a la hora de la selección de sus proyectos de inversión. Esta circunstancia, supuestamente también, le exige obtener tasas de rentabilidad muy superiores a la aceptada para las empresas de mayor tamaño.

**Cuadro 6. Peso de los fondos propios sobre inmovilizado fijo, media 1982-1999 (en %). (Fuente: Elaboración propia a partir de Resultados anuales de las empresas no financieras, 1999. *Central de Balances del Banco de España.*)**

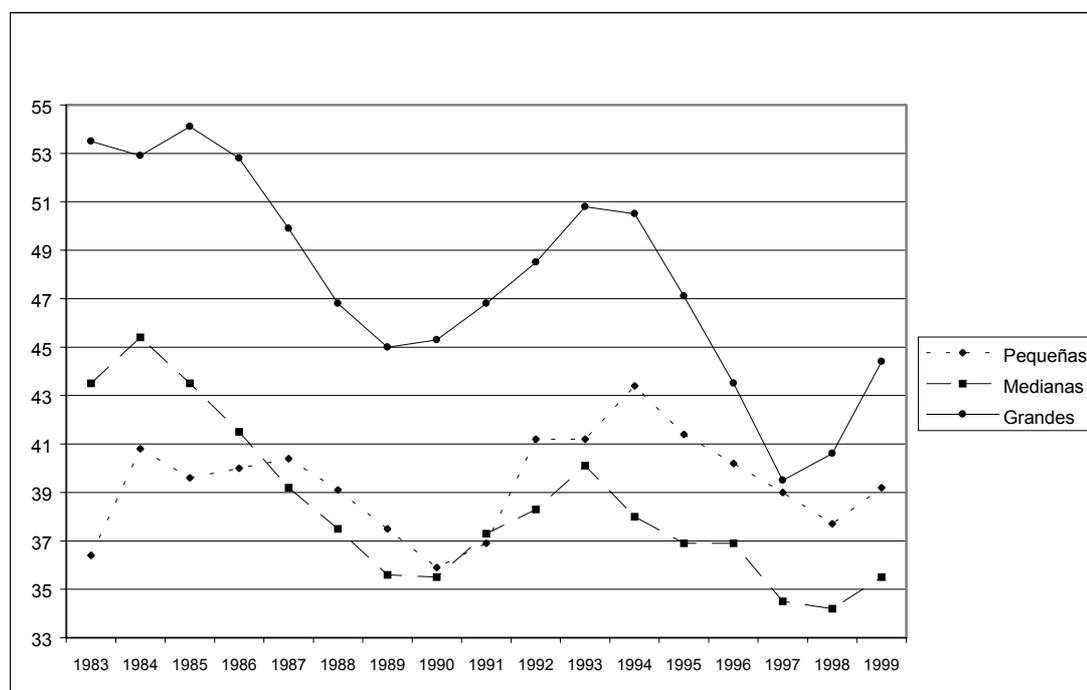
	Pequeñas	Medianas	Grandes
Activo fijo (a)	33,5	39,8	66,0
Recursos propios (b)	39,8	42,6	39,2
Relación (b/a)	118,8	107,7	59,4

*Ratio de endeudamiento y coste aparente de la deuda*

Una combinación (o ¿elección?) de menor coste permite a las grandes empresas disponer de menos recursos propios y más ajenos a largo plazo (recursos permanentes que permiten financiar los activos fijos: relación 63,6% y 66,0%). Con esta disposición, la *ratio* de endeudamiento, que mide la relación

entre recursos ajenos con coste (incluidos fondos ajenos a corto plazo) y pasivo remunerado (Gráfico 3), ha venido permanentemente siendo superior para las grandes empresas a lo largo de la serie estudiada. Hasta 1986 las medianas empresas gozaron de una *ratio* mayor que las pequeñas; desde entonces –excepto en 1991–, estas últimas las superan en alrededor de 5 puntos como promedio. Dicho en los términos señalados más atrás: el racionamiento del crédito alcanza con mayor intensidad a las empresas de menor tamaño; las medianas, no obstante, adoptan un comportamiento diferenciado de tal manera que financian su actividad con más recursos propios y menos ajenos (a largo y a corto con coste), especialmente en la década de los noventa.

**Gráfico 3: Ratio de endeudamiento en las empresas españolas por tamaño (1982-99).**  
**(Fuente: Elaboración propia a partir de Resultados anuales de las empresas no financieras, 1999. Central de Balances del Banco de España.)**



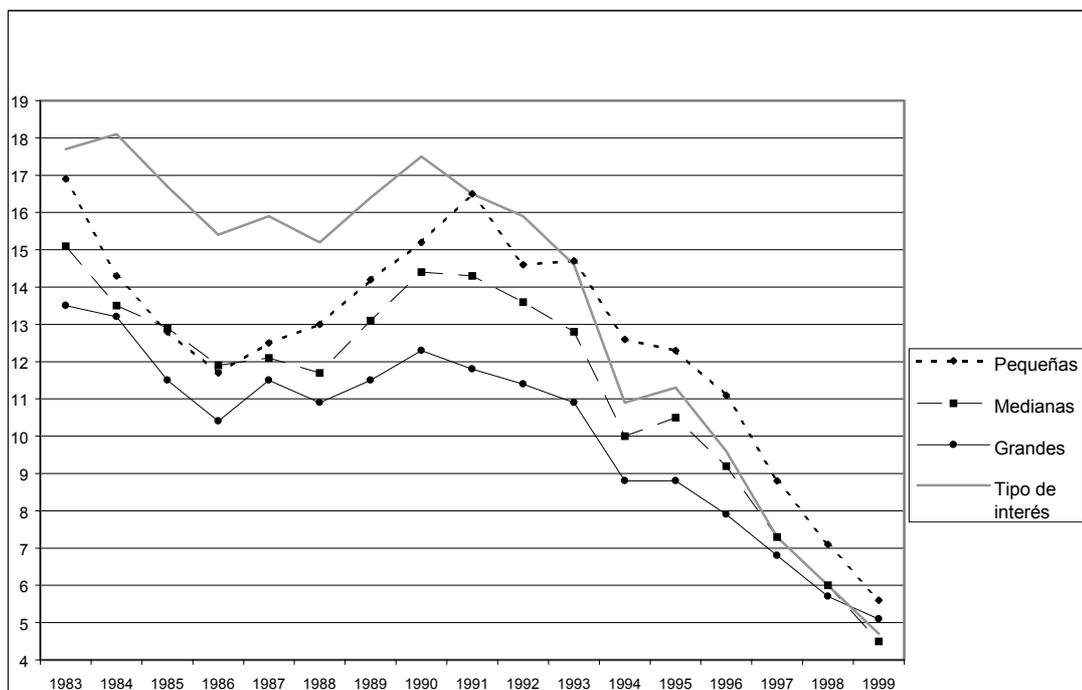
Esta *ratio* de endeudamiento puede también contemplarse en términos de variación máxima por tamaños y períodos del ciclo, tal como se ha presentado más arriba en el Cuadro 5.

Si se observa la evolución del coste aparente de la deuda empresarial por tamaño y tipo de interés<sup>3</sup> (gastos financieros o intereses por financiación recibida y gastos asimilados sobre los recursos ajenos remunerados), tal como se muestra en el Gráfico 4, puede comprobarse la relación decreciente con el

<sup>3</sup> Está considerado el tipo de interés del crédito bancario a tres años.

tamaño de la empresa<sup>4</sup>, habiendo alcanzado el mayor diferencial en el año 1991 con 4,7 puntos porcentuales (16,5% de las pequeñas frente al 11,8 de las grandes). En el último año que se disponen de datos, 1999, la diferencia fue tan sólo de 0,5 puntos porcentuales (5,6 sobre 5,1) y, por primera vez en la serie estudiada, las empresas de tamaño mediano tuvieron un coste financiero ligeramente inferior al de las grandes. Esta tendencia a la convergencia del coste de la deuda empresarial se inicia con el paulatino descenso de los tipos de interés a partir de 1995. Del gráfico se desprende igualmente, la rapidez con que las entidades crediticias trasladan cualquier subida de tipos (sobre todo, financiación bancaria a corto) a las *pyme*, así como la dilación en trasladarles las rebajas de los mismos. Detrás de ello estaría el que a partir de 1993 el coste de financiación de las pequeñas empresas supere al tipo de interés del crédito bancario.

**Gráfico 4. Coste aparente de la deuda empresarial por tamaño. (1983-99). (Fuente: Elaboración propia a partir de Resultados anuales de las empresas no financieras, 1999. *Central de Balances del Banco de España.*)**



Este coste aparente de la deuda empresarial y su desfavorable diferencial para la pequeña y mediana empresa puede también interpretarse en términos de la prima de riesgo (por asimetrías de información, reducido poder de negociación y supuesto mayor riesgo de insolvencia ante las entidades prestamistas) aplicada por el conjunto de las entidades crediticias a los recursos prestados a este colectivo

<sup>4</sup> Maroto (1997), obr. cit. Puede verse también Fariñas y otr. (1992), y Fariñas y Suárez, 1999), que muestran que el coste medio de la deuda es decreciente con el tamaño y que el grado de endeudamiento es superior en las grandes empresas, lo que apunta a que el tamaño es un determinante más de la estructura financiera de las empresas.

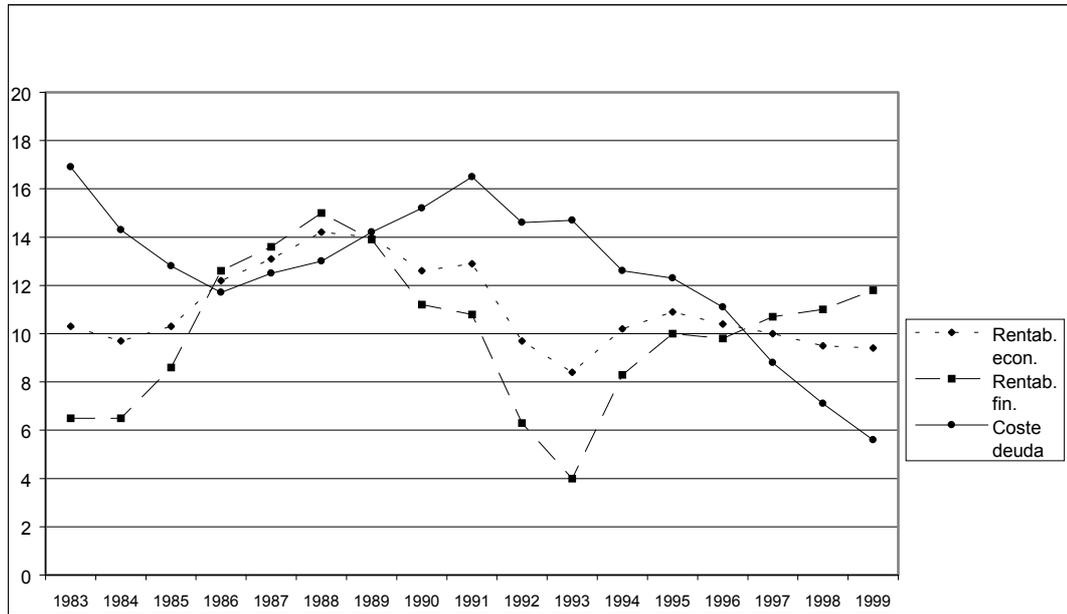
empresarial y, por tanto, en un sobrecoste en los tipos de interés exigidos. De acuerdo con la Central de Balances del Banco de España (2000) el mayor diferencial entre grandes y pequeñas empresas se produjo en 1991 y supuso el 4,6%. De este hecho, mientras que ciertos autores o empresas de servicios financieros se limitan a hacer una constatación del mismo, considerando “razonable” que las entidades de crédito incorporen una prima de riesgo en el tipo de interés de la financiación a las *pyme* del entorno del 3,5% (Analistas Financieros Internacionales, 1996), otros, en base a estudios comparados con países de nuestro entorno relativos a las garantías exigidas por la banca, consideran que no se justifica tal magnitud diferencial de prima de riesgo (Herrero, 1996).

#### **4. LA EVOLUCIÓN DE LOS RESULTADOS ECONÓMICOS. APALANCAMIENTO FINANCIERO Y COMPORTAMIENTO DE LAS *PYME***

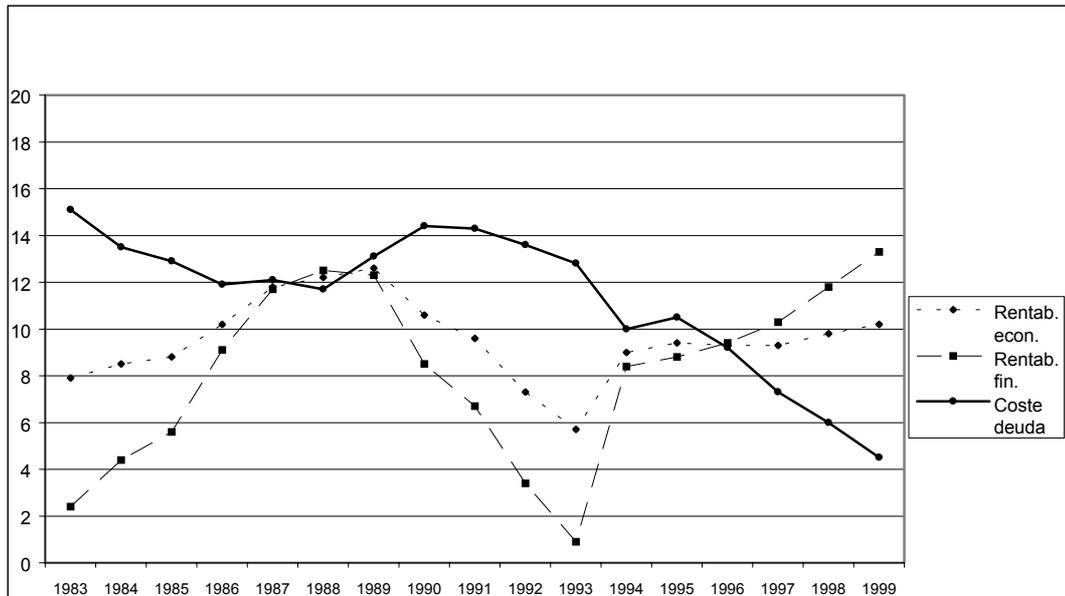
Tras conocer estos comportamientos de las empresas en función del tamaño, que han afectado notablemente a la estructura (y coste) de financiación de las mismas, puede avanzarse ahora hacia el análisis de los resultados económicos y su evolución en el período de estudio de la Central de Balances. En los Gráficos 5, 6 y 7 y en el Cuadro 7 puede verse la pauta que ha tenido la rentabilidad económica y la rentabilidad financiera de los tres tramos de empresas.

Se observa la gran relación que la rentabilidad ha tenido con el ciclo económico. Aún así, las empresas más pequeñas han sufrido con mayor intensidad la evolución del mismo: en momentos de recesión ha sido más acusada su caída y en etapas de expansión ha crecido más rápidamente. Como ya se ha indicado más arriba, por su estructura financiera las *pyme* tienen más dificultades para acceder al mercado de crédito, y el coste de su deuda ajena es mayor (aunque descendente en los últimos años) que en el caso de las empresas grandes. Por su estructura económica, sin embargo, es previsible que las *pyme* dependan más de la evolución de la coyuntura económica de la demanda y de los movimientos de sus existencias, de manera que vean disminuir su cifra de facturación cuando se resiente el gasto de hogares y empresas, y al revés en etapas de reactivación, en las que experimentan tasas de crecimiento mayores.

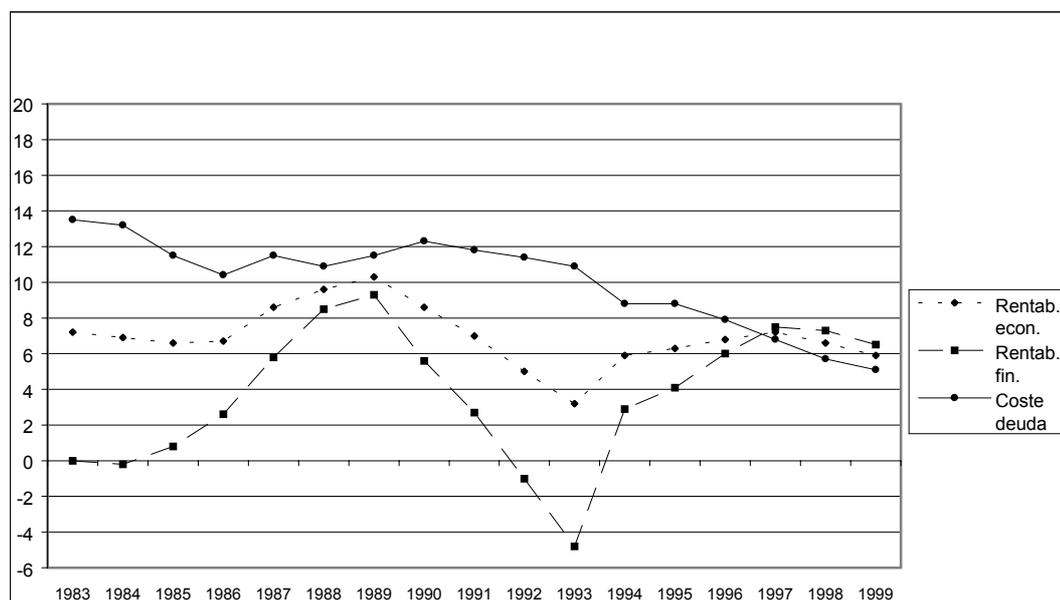
**Gráfico 5. Ratios financieros después de impuestos y coste de la deuda de las empresas pequeñas (1983-99).** (Fuente: Elaboración propia a partir de Resultados anuales de las empresas no financieras, 1999. *Central de Balances del Banco de España.*)



**Gráfico 6. Ratios financieros después de impuestos y coste de la deuda de las empresas medianas (1983-99).** (Fuente: Elaboración propia a partir de Resultados anuales de las empresas no financieras, 1999. *Central de Balances del Banco de España.*)



**Gráfico 7. Ratios financieros después de impuestos y coste de la deuda de las empresas grandes (1983-99). (Fuente: Elaboración propia a partir de Resultados anuales de las empresas no financieras, 1999. Central de Balances del Banco de España.)**



**Cuadro 7. Ratios significativas de las empresas españolas por tamaño en las tres etapas del ciclo 1984-1999. (Fuente: Elaboración propia a partir de Resultados anuales de las empresas no financieras, 1999. Central de Balances del Banco de España.)**

RATIOS	1984-89	1990-93	1994-99
<b>RENTABILIDAD DEL ACTIVO NETO</b>			
<b>TOTAL</b>	<b>7,6</b>	<b>6,1</b>	<b>6,8</b>
Pequeñas	11,1	10,8	10,0
Medianas	9,7	8,1	9,5
Grandes	7,4	5,8	6,5
<b>GASTOS FINANCIEROS SOBRE RECURSOS AJENOS REMUNERADOS</b>			
<b>TOTAL</b>	<b>10,3</b>	<b>11,8</b>	<b>7,2</b>
Pequeñas	11,6	15,2	9,5
Medianas	11,1	13,7	7,8
Grandes	10,2	11,5	7,1
<b>RENTABILIDAD DE LOS RECURSOS PROPIOS</b>			
<b>TOTAL</b>	<b>5,1</b>	<b>1,1</b>	<b>6,3</b>
Pequeñas	11,0	7,9	10,3
Medianas	8,8	4,7	10,4
Grandes	4,6	0,5	5,7
<b>RATIO DE ENDEUDAMIENTO (RECURSOS AJENOS SOBRE PASIVO REMUNERADO)</b>			
<b>TOTAL</b>	<b>43,9</b>	<b>46,9</b>	<b>43,2</b>
Pequeñas	35,4	39,0	40,0
Medianas	36,0	37,9	35,9
Grandes	44,8	48,0	44,0
<b>APALANCAMIENTO FINANCIERO</b>			
<b>TOTAL</b>	<b>-2,6</b>	<b>-5,7</b>	<b>-0,4</b>
Pequeñas	-0,5	-4,4	0,6
Medianas	-1,4	-5,6	1,7
Grandes	-2,8	-5,8	-0,7

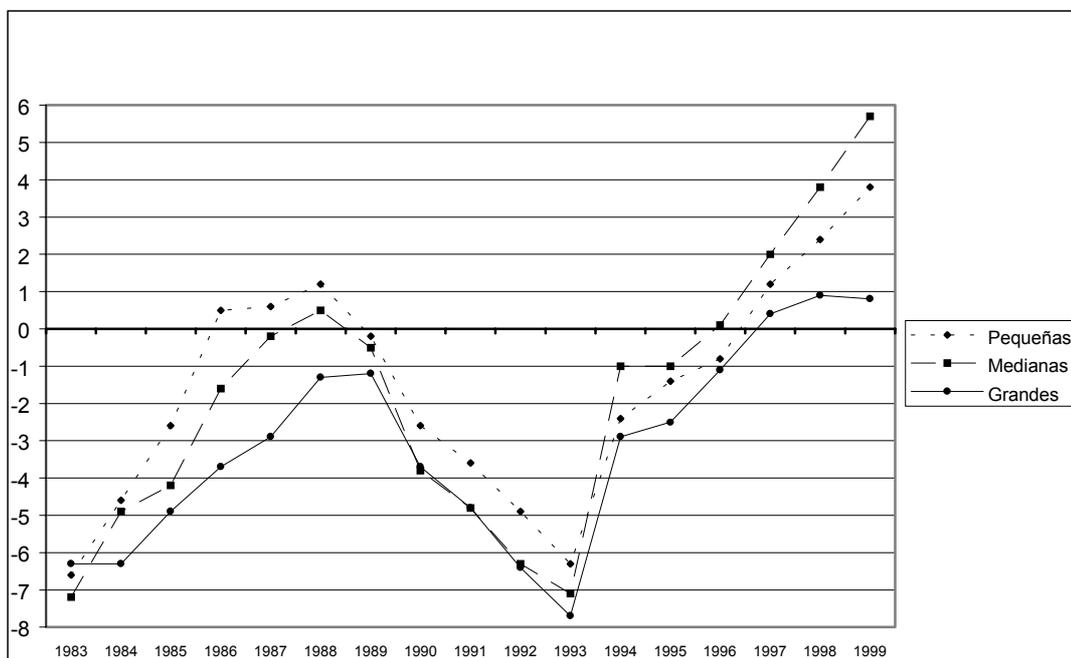
Estas oscilaciones respecto al ciclo se manifiestan igualmente en conjunto en el resultado del apalancamiento financiero, que relaciona rentabilidad de los activos con rentabilidad de los recursos propios. Las pequeñas y, en este caso, también las medianas empresas debido a su menor inmovilizado (ver Cuadro 6) compensan su reducido margen bruto de explotación con una elevada rotación de su activo de explotación, que, tal como se observa en el Cuadro 8, supone aproximadamente el doble que la de las grandes. De esta manera, las *pyme* obtienen rentabilidades económicas que superan sistemáticamente a las de las empresas grandes, pero por su estructura financiera tienen también unos gastos financieros superiores a los de aquéllas, por lo que la diferencia entre ambos indicadores, o apalancamiento financiero, suele ser más amplificador o menos reductor que el de las grandes. Aparentemente, como literalmente ha señalado Maroto (1997), “pese a los condicionantes de su estructura financiera, las *PYMES* muestran su eficiencia económica y su flexibilidad ante el ciclo económico, que se deriva de su menor inmovilizado en el capital económico y su mayor cobertura de las necesidades financieras permanentes con recursos propios, que actúan de forma anticíclica, pero también su dependencia de las oscilaciones de los tipos de interés, sobre todo en etapas recesivas, en las que la menor generación de excedentes conlleva un mayor endeudamiento a corto plazo”.

**Cuadro 8. Ratio de rotación del activo, media 1982-1999. (Fuente: Elaboración propia a partir de Resultados anuales de las empresas no financieras, 1999. *Central de Balances del Banco de España.*)**

	Rotación activo
Pequeñas	1,28
Medianas	1,16
Grandes	0,668

El Gráfico 8, que muestra la evolución de la *ratio* de apalancamiento financiero para los tres tramos de tamaños, sintetiza lo que acaba de exponerse. Las tres etapas del ciclo en el período analizado por la CBBE quedan expresivamente reflejadas. Para la etapa 1984-1990, en 1988 se alcanza el punto más alto y la mayor diferencia entre *ratios* por tamaño, casi 3 puntos a favor de las pequeñas sobre las grandes, que pese al fuerte crecimiento de la economía no logran obtener un apalancamiento por encima del cero. En la etapa 1990-1993, se da una profunda caída en 1993, favorable aún así a las pequeñas (en más de un punto) y medianas unidades respecto a las grandes.

**Gráfico 8. Apalancamiento financiero en las empresas españolas por tamaño (1983-99).**  
 (Fuente: Elaboración propia a partir de Resultados anuales de las empresas no financieras, 1999. Central de Balances del Banco de España.)



En la última parte del ciclo expansivo, hasta el año 1999 que se disponen de datos, además de la rápida e intensa recuperación de esta *ratio* por parte del conjunto de empresas, se produce un par de hechos destacables. Primero, que son ahora las empresas medianas las que logran el mejor comportamiento, da manera que en 1999 superan a las pequeñas en más de 2 puntos porcentuales y en 5 a las grandes. Y, segundo, que pese a la fuerte reducción de los tipos de interés por la caída sostenida del precio del dinero a partir de 1990 (excepto en 1994) y a la convergencia en cuanto al coste aparente de la deuda en función de los tamaños empresariales, las *pyme* continúan mostrando y aumentando el diferencial favorable de su apalancamiento financiero respecto a las grandes empresas.

Este tendencial comportamiento financiero de las pequeñas y medianas empresas a mostrar un mejor apalancamiento financiero respecto a la grande, es el que puede servir de fundamento a la hora de la justificación, pero sobre todo del diseño e implantación, de medidas públicas de apoyo dirigidas a reducir la restricciones del crédito y el coste del mismo en estas unidades productivas de menor dimensión.

## 5. DECISIONES ECONÓMICAS Y FINANCIERAS Y TAMAÑO DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

Como se ha indicado en la parte inicial del trabajo, algunos teoremas económicos que han gozado de prestigio y han estado muy extendidos mantienen la *irrelevancia* (Modigliani y Miller, 1958) de la estructura financiera de la empresa o la *separación* (Fisher, 1930) de las decisiones de inversión y de financiación. Sin embargo, su contrastación no resiste la prueba del funcionamiento normal de los mercados imperfectos, por lo que la realidad empresarial deja huella permanente de las vinculaciones entre ambas decisiones empresariales. Las imperfecciones de los mercados muestran obstinadamente que las empresas industriales de menor tamaño se ven enfrentadas a un problema de doble índole: el racionamiento del crédito y la estructura y coste del mismo. En los mercados reales las decisiones de inversión y financiación no pueden estar completamente separadas (Brealey y Myers, 1991). Está admitido en el debate económico que el valor de una empresa no está determinado únicamente por sus activos reales, sino también por los títulos que emite o el endeudamiento que consigue en los mercados.

En definitiva, existen factores de índole económica y factores de índole financiera que subyacen y explican las decisiones de inversión y financiación de los empresarios, las cuales a menudo se hallan vinculadas y sometidas a procesos interactivos. Maroto (1997) ha sistematizado estos factores y analizado su comportamiento en las empresas española entre 1990 y 1995. Entre los factores económicos, cita la teoría neoclásica, el modelo Q y el principio del acelerador, que constituyen las justificaciones más destacadas de la inversión y el crecimiento empresarial. Entre los financieros, se refiere a dos enfoques principales; primero, el que expresa la relación óptima entre deuda y recursos propios, que minimiza el coste de capital y maximiza el valor de la empresa, y segundo, el que jerarquiza las fuentes financieras en función de la información de los inversores sobre la rentabilidad esperada en los proyectos de inversión, así como de los recursos generados internamente o financiación autosostenible.

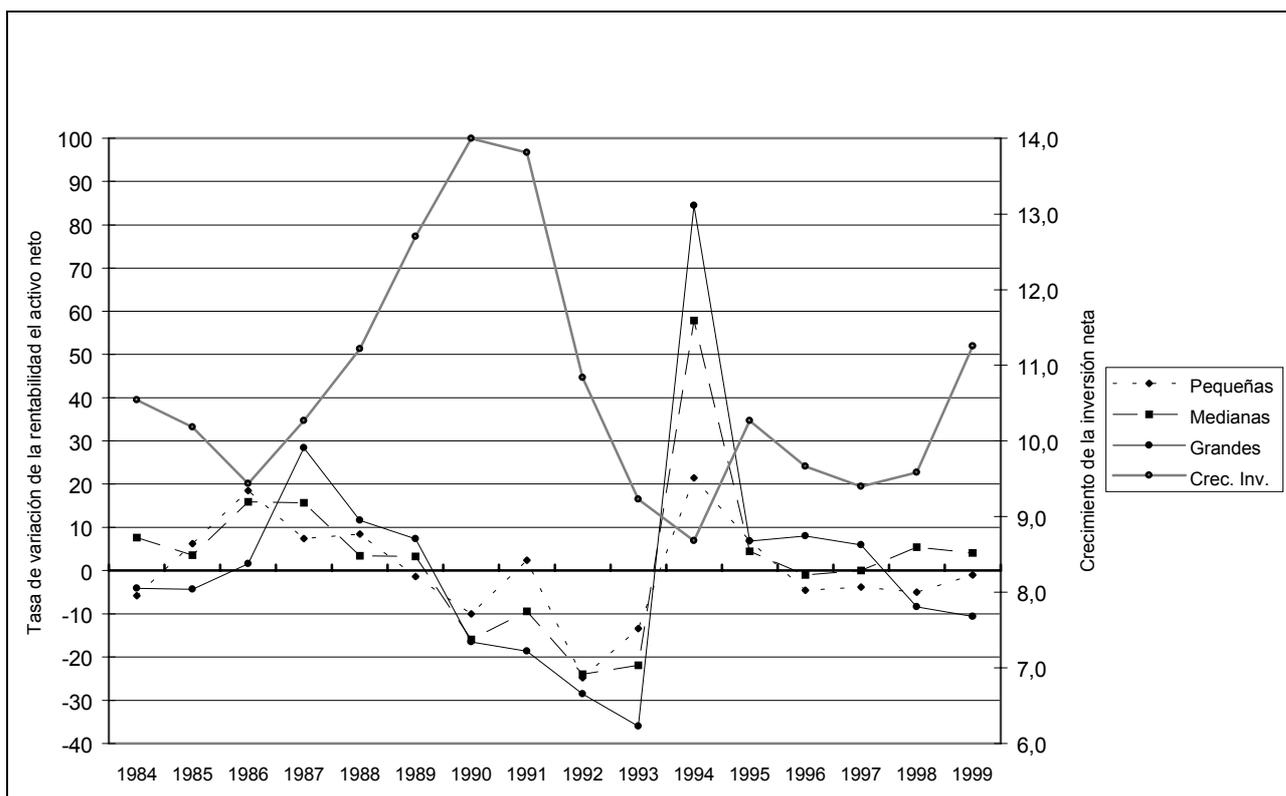
Siguiendo con esta línea analítica, a continuación se examina el comportamiento de tales factores y enfoques aplicado al caso de este trabajo (1983-1999) para las empresas españolas y con la referencia de tamaños de empresa señalada en la nota metodológica que le acompaña.

### *Rentabilidad económica e inversión*

Considerando los factores económicos en relación a la inversión, en primer lugar se examina el rendimiento esperado de las nuevas inversiones a través de la rentabilidad económica, de manera que

si se prevén aumentos en relación a la rentabilidad presente inducirá a la toma de decisiones de incremento de la inversión, y lo contrario ante descensos de aquella rentabilidad.

**Gráfico 9. Crecimiento de la inversión neta y tasa de variación de la rentabilidad neta por tamaños (1984-1999).** (Fuente: Elaboración propia a partir de Resultados anuales de las empresas no financieras, 1999. *Central de Balances del Banco de España.*)



En el Gráfico 9, que relaciona el crecimiento de la inversión neta<sup>5</sup> con la rentabilidad económica (en términos de tasas de variación anual), puede comprobarse dicha tendencia. El comportamiento esperado por parte de los inversores respecto a la rentabilidad económica anticipa la decisión inversora. Apenas concluyendo la etapa de crisis de los setenta y primeros años de los ochenta, la rentabilidad económica despegó hacia arriba y anunció el fuerte crecimiento inversor de la segunda mitad de la década de los ochenta. Es más, la tendencia creciente de la rentabilidad en el caso de las unidades de tamaño grande se rompió en 1987, mientras que en las pequeñas y medianas osciló positiva y negativamente; a partir de 1989, en todos los casos la tasa de variación de la rentabilidad se vuelve negativa (únicamente en el caso de las empresas más pequeñas se da un repunte positivo en 1991), lo

<sup>5</sup> La evolución de la inversión se ha calculado mediante la *ratio* de crecimiento neto del inmovilizado material y leasing para la serie de años estudiada (inversión neta en inmovilizado material y en derechos sobre bienes en régimen de arrendamiento financiero / inmovilizado material neto + derechos sobre bienes en leasing). Se ha realizado el cálculo para el conjunto de las empresas, sin distinguir tamaños.

que determina aparentemente la fuerte caída de la tasa de crecimiento de la inversión a partir de 1990. En 1993, la rentabilidad sufre un brusco movimiento alcista que, de nuevo, es el antecedente de mayores inversiones a partir de 1994.

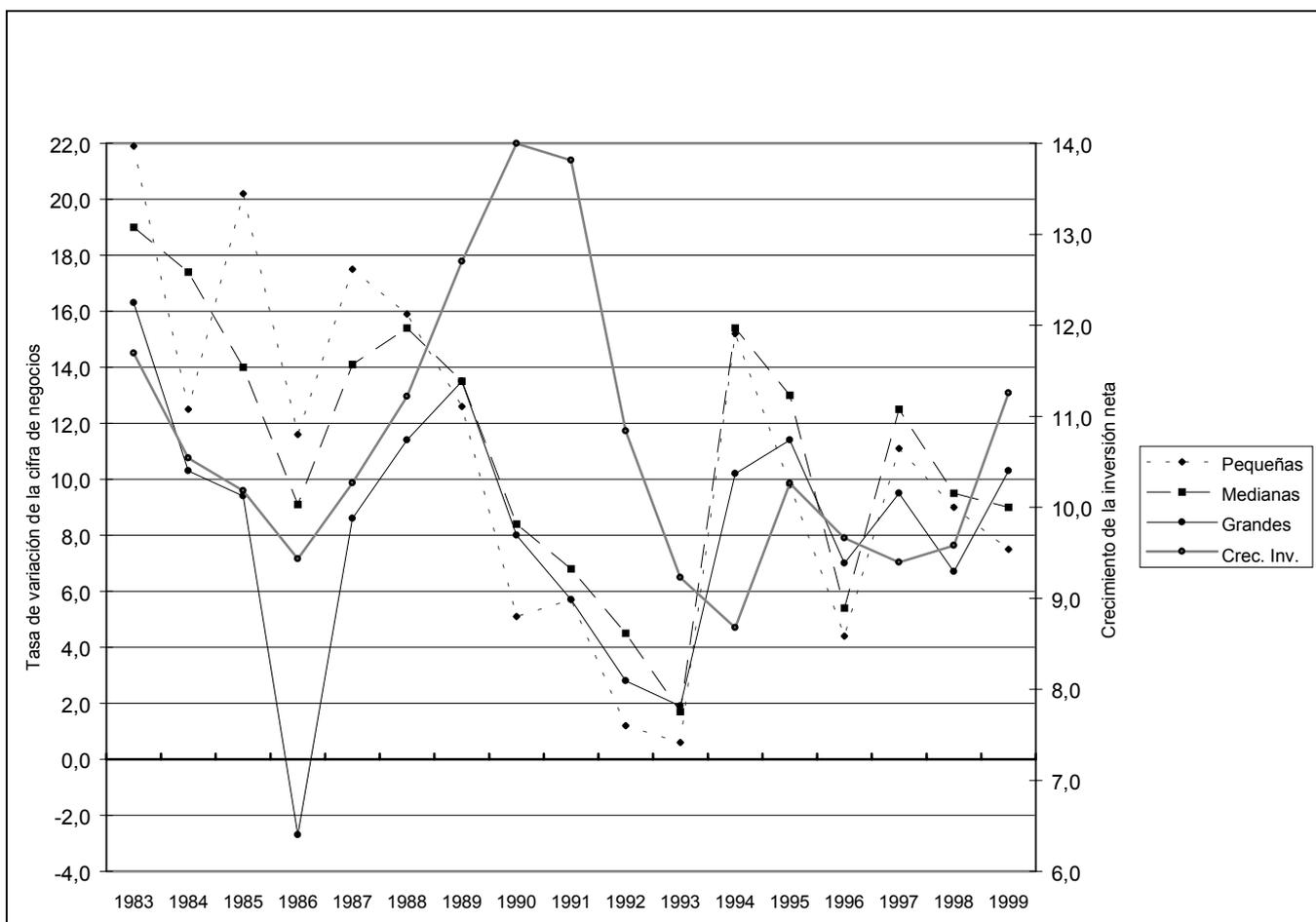
Frente a las mayores oscilaciones de la rentabilidad de las empresas grandes, las pequeñas (y las medianas, en menor escala) muestran un mayor grado de permanencia de esta *ratio* en el tiempo, como si se acomodaran más a la mencionada interrelación entre rentabilidad esperada de las nuevas inversiones y decisiones empresariales de llevar tales inversiones a cabo.

#### *Cifra de negocios y crecimiento de la inversión*

Un segundo factor económico que tiene influencia en las decisiones de inversión es la acción de la demanda en la producción empresarial y, por tanto, en la capacidad instalada capaz de atenderla (efecto acelerador). Se presume que una manera directa de medirlo es razonar en términos de cifra de ventas respecto a la inversión: una mayor cifra de negocios inducirá incrementos de la tasa de inversión y, por el contrario, menores tasas de crecimiento de la cifra de facturación conducirán a reducir la capacidad productiva instalada y, por ende, a rebajar la tasa neta de inversión.

Como puede apreciarse en el Gráfico 10, también en este caso se da un efecto anticipador respecto a la inversión. Al final de la etapa recesiva, 1974-1984, menores tasas de crecimiento de la cifra de negocios coinciden con menor crecimiento de la inversión (excepto el fuerte repunte de ventas para el caso de las empresas pequeñas en 1985). A partir de 1986 remonta con fuerza el crecimiento de las dos variables, para caer después a partir de 1989. De nuevo, otro despegue en las ventas en 1993 anuncia la nueva etapa expansiva y de aumento de la tasa de inversión. Se observa que, en general, las pequeñas y medianas empresas son más sensibles en cuanto a la cifra de negocios tanto en la fase alta como en la baja del ciclo. Las empresas grandes, exceptuando la brusca caída (negativa) de su facturación en 1985, mantienen una mayor estabilidad a lo largo del período estudiado. Es decir, parecería que el menor tamaño influye directamente en las fases recesivas, posiblemente por tener las pequeñas empresas más dificultad para financiar las existencias y mantener un nivel adecuado de liquidez. Y, al contrario, en las fases expansivas, en las que pueden rotar con mayor rapidez su menor inmovilizado y obtener mayores márgenes de explotación.

**Gráfico 10. Inversión neta del total de empresas y crecimiento de la cifra de negocios por tamaños (1983-1999). (Fuente: Elaboración propia a partir de Resultados anuales de las empresas no financieras, 1999. Central de Balances del Banco de España.)**



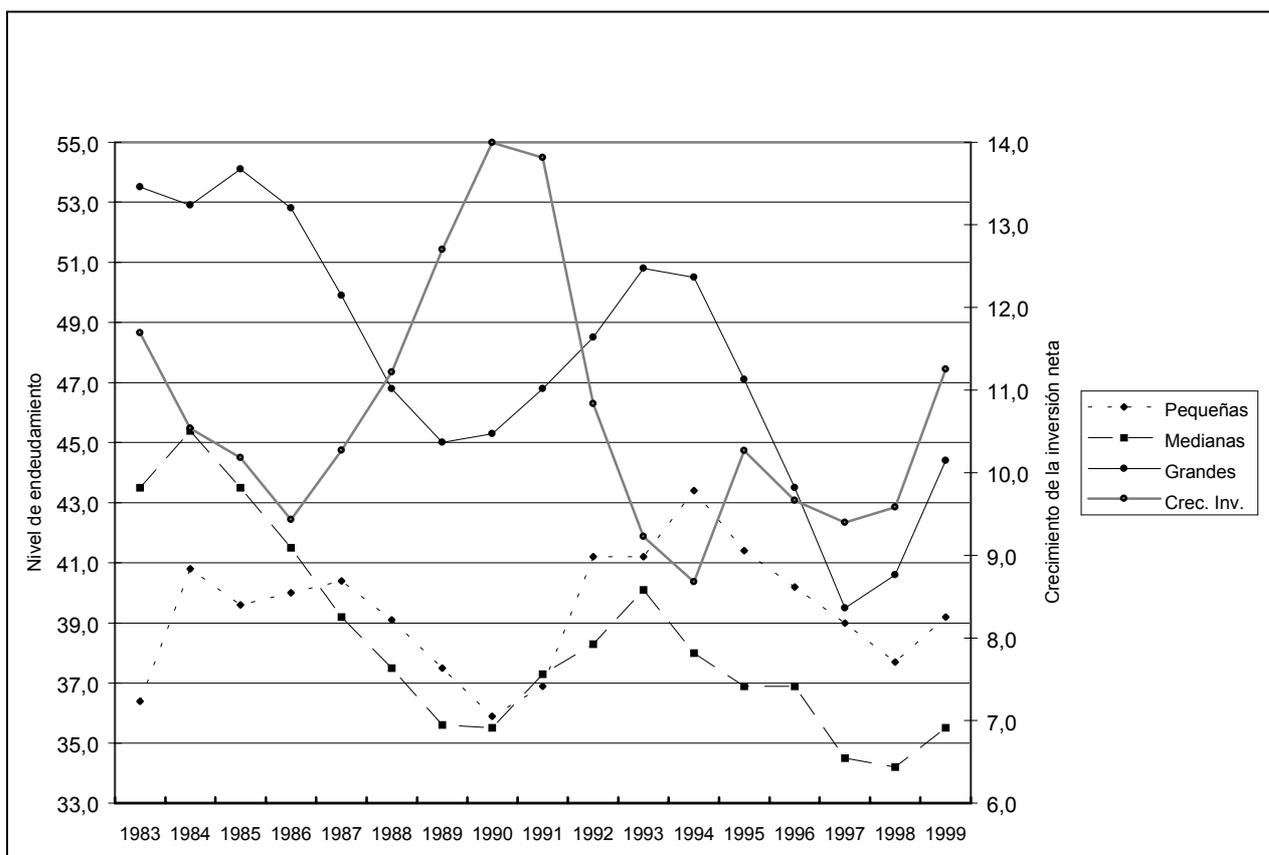
### *Nivel de endeudamiento y crecimiento de la inversión*

Desde la perspectiva de los factores financieros, se analizan ahora las interrelaciones que puedan existir entre decisiones de inversión y financiación. En primer lugar se contempla el comportamiento que adopta el endeudamiento de las empresas por tamaño durante la serie de años estudiada en relación al crecimiento de la inversión. Del Gráfico 11, se desprende la existencia de dos configuraciones claramente diferenciadas. De una parte, las pequeñas y medianas empresas con bajo nivel de endeudamiento y mayor coeficiente de recursos propios, lo cual les confiere mayor grado de solvencia financiera, pero por su dimensión y menor capacidad de negociación se ven sometidas ante las entidades prestamistas a un mayores exigencias de garantías y, finalmente, a restricciones en el acceso al crédito. Por otra parte, se encuentran las empresas de tamaño grande, con un alto nivel de endeudamiento, resultado de su mejor consideración por parte de las entidades crediticias ante las que pueden negociar con la mayor fuerza que les otorga su aparente solvencia y garantías.

Como puede observarse, en general los tres tramos empresariales acomodan el nivel de endeudamiento al del ciclo. En las etapas en las que se deteriora la actividad aumentan la proporción de sus deudas, y la reducen cuando se produce una mejoría y la expansión correspondiente. No obstante, en la última etapa de ciclo expansivo, se observa que a partir de 1997 en el caso de las grandes y de 1998 en de las pequeñas y medianas se da un repunte del endeudamiento, consecuencia, probablemente, de la notable reducción de los tipos de interés de los últimos años.

Asimismo, las pequeñas unidades tienen más dificultad que las grande o las medianas a la hora de reducir su nivel de endeudamiento cuando la actividad, a partir de 1993, permite la entrada en rentabilidad de las nuevas inversiones ante el nuevo excedente empresarial y, por tanto, la reestructuración de financiera mediante la amortización de parte de las deudas.

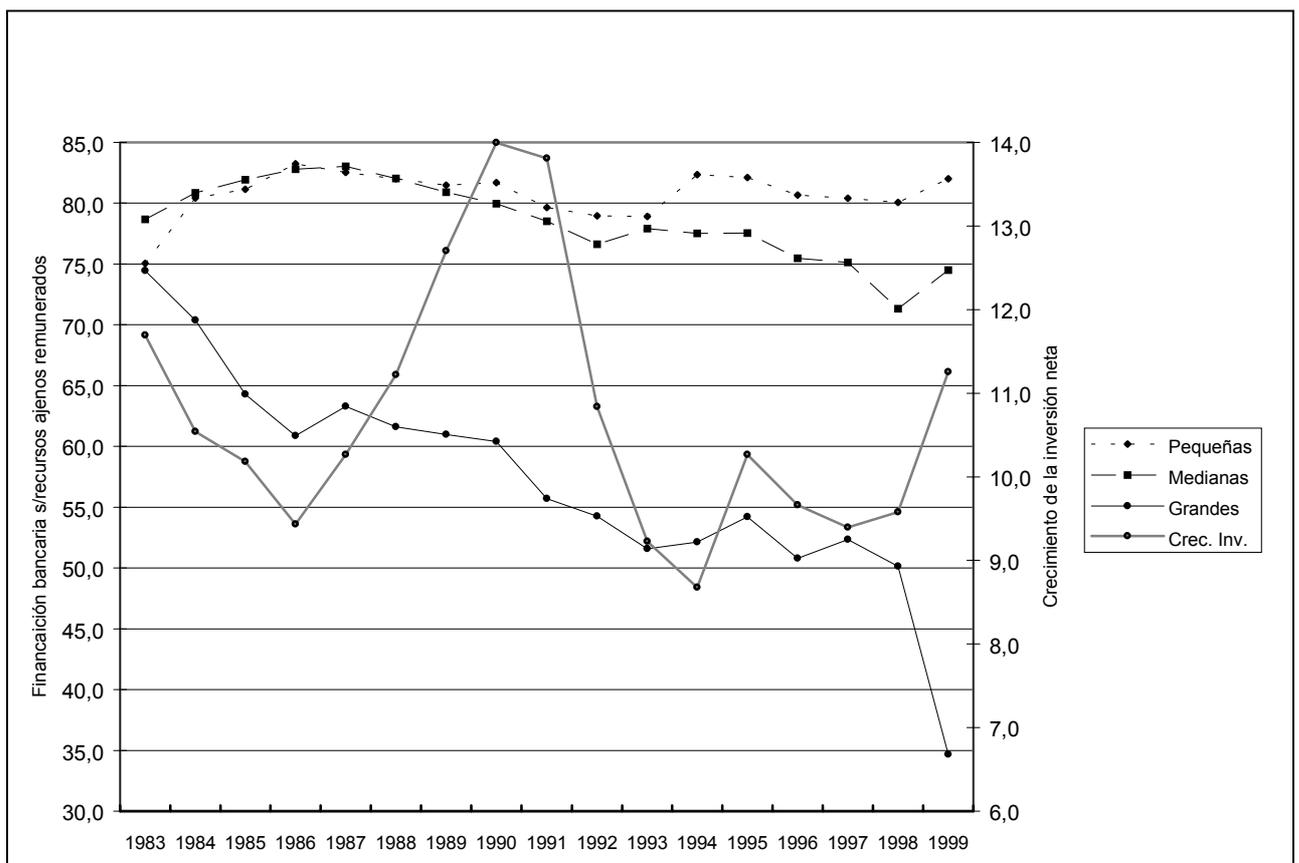
**Gráfico 11. Inversión neta del total de empresas y nivel de endeudamiento por tamaños (1983-1999).** (Fuente: Elaboración propia a partir de Resultados anuales de las empresas no financieras, 1999. *Central de Balances del Banco de España.*)



*Financiación bancaria y crecimiento de la neta inversión*

Un segundo factor de carácter financiero que puede asociarse a la decisión inversora es el del peso de la financiación bancaria en el endeudamiento empresarial (recursos ajenos remunerados). Los resultados han quedado representados en el Gráfico 1. Del mismo no se desprende que tal tipo de financiación actúe de forma procíclica, o si lo hace tan sólo podría explicarse para el período 1990-1995 y, algo más en general, para las pequeñas empresas. De hecho, para el caso de las grandes empresas la financiación bancaria viene descendiendo prácticamente desde el año de inicio del estudio; únicamente existen crecimientos de la misma en los siguientes años: de 1986 a 1987, de 1993 a 1995 y de 1996 a 1997. Y sufre una fuerte caída entre 1998 y 1999 (de 50 por 100 a 34 por 100).

**Gráfico 12. Crecimiento de la inversión neta y financiación bancaria s/ recursos ajenos remunerados (1983-1999). (Fuente: Elaboración propia a partir de Resultados anuales de las empresas no financieras, 1999. Central de Balances del Banco de España.)**



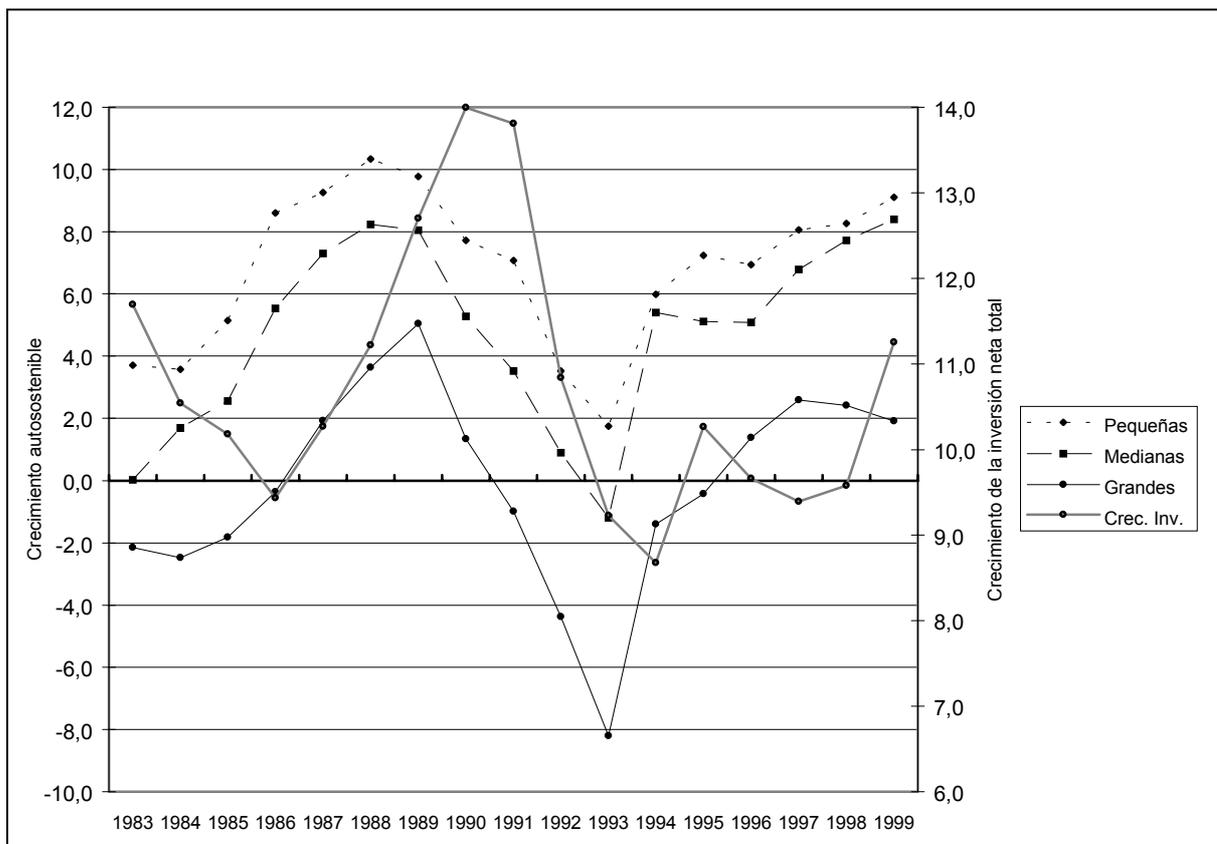
Las pequeñas empresas apenas modifican su estructura de endeudamiento bancario durante el período de los 18 años estudiados, moviéndose básicamente en el entorno del 80 por 100 de los recursos ajenos

totales remunerados, si bien con oscilaciones que se aproximan a las fases del ciclo, de tal manera que se eleva con la llegada de la expansión y se constriñen con la reducción de la actividad (1983 a 1986; 1990 a 1993, y 1994 a 1995). Probablemente estas mayores oscilaciones son indicativo de la mayor dependencia bancaria de las unidades productivas de menor dimensión y con mayor coste nominal de la deuda. Por ello, las pequeñas empresas ven más limitado su crecimiento (el crecimiento de la inversión) en la medida que está más vinculado a sus recursos propios y a la disponibilidad de ajenos a largo, principalmente de origen bancario.

### *Autofinanciación y crecimiento de la inversión*

Finalmente, el crecimiento autosostenible es otro indicador de la capacidad de crecimiento de las empresas a través del mecanismo de la autofinanciación. La *ratio* de medida es la de los beneficios no distribuidos sobre los recursos propios. Señala la capacidad de emprender nuevas inversiones sin apelar al mercado financiero y, por tanto, sin añadir nuevo coste por mayor endeudamiento.

**Gráfico 13. Crecimiento de la inversión neta y crecimiento autosostenible (1983-1999). Fuente: Elaboración propia a partir de Resultados anuales de las empresas no financieras, 1999. Central de Balances del Banco de España.**



En el Gráfico 13 queda recogida la similitud en cuanto a la evolución del crecimiento de la inversión y la del crecimiento autosostenible, con una cierta anticipación por parte de esta última, que no es sino el anuncio de mayores (menores) excedentes que se utilizarán en el próximo o próximos ejercicios para incrementar (disminuir) la cifra de inversión.

Asimismo, se observa que existe una asociación negativa entre dimensión y empleo de recursos provenientes del crecimiento financiero sostenible; es decir, las *pyme* (más aún las pequeñas empresas) utilizan en mayor medida tanto los recursos propios como los recursos generados internamente para aumentar su inversión.

## 6. CONCLUSIONES

A partir del análisis de la CBBE, los principales puntos a destacar sobre la estructura y comportamiento financieros de las empresas españolas en el período 1982-1999 -casi dos ciclos económicos completos- son los siguientes:

### *a) Estructura de pasivo*

- Las *pyme* poseen un mayor nivel de fondos propios. Y, en concreto, son las empresas de tamaño mediano las que siempre se sitúan por encima tanto de pequeñas como de grandes, manteniendo una diferencia significativa media de 3 puntos porcentuales. No obstante, a partir de 1995/96 se aprecia una cierta convergencia de este tipo de recursos en los tres tramos de tamaño empresarial, pese a la connotación de mayor capitalización de las medianas, seguidas de las pequeñas y, a cierta distancia más abajo, las grandes.
- Las *pyme* cuentan con una reducida proporción de recursos ajenos a largo plazo, bastante menos de la mitad del que disponen las grandes unidades, señal de que éstas pueden acceder con relativa facilidad a los mercados de capitales, los cuales se hallan prácticamente vedados a las empresas pequeñas. Se observa, sin embargo, que desde la década de los noventa, al contrario que las grandes, las *pyme* despegan lentamente hacia arriba su *ratio* de recursos ajenos a largo. Dentro de estos recursos ajenos a largo plazo de las pequeñas y medianas empresas sobresalen por su reducido volumen los que tienen origen bancario.
- Por el contrario, la financiación ajena a corto plazo, especialmente la de origen crediticio bancario, tiene un destacado peso en las unidades pequeñas y medianas frente a las grandes unidades productivas. Se observa, en general, que estos recursos se acomodan a la fase del

ciclo económico y que, en el caso de las *pyme*, mayoritariamente provienen de entidades de depósito.

- Pese a que, de un lado, la tipología española de banca *mixta* induciría a creer que las entidades de depósito deberían facilitar a las empresas más financiación a largo plazo y, de otro, que la mayor base de fondos propios de las *pyme* españolas las acercaría al modelo anglosajón (mercado de capitales, capital riesgo...), la realidad muestra concluyentemente los problemas de selección adversa y riesgo moral al que se enfrentan las *pyme* españolas a la hora de abordar la financiación de sus proyectos de inversión.
- Las *pyme* son las empresas más bancarizadas. Con el paso de los años –lo cual se halla vinculado a los procesos de liberalización y desintermediación bancarios, de una parte, y a la modernización del parque empresarial, de otra- las tendencias sobre el peso de fondos de origen bancario se han invertido: las grandes empresas han reducido considerablemente la dependencia bancaria, las medianas han suavizado esta tendencia y las pequeñas van aumentándola. Los resultados medios del período 82-99 (aproximadamente un tercio de recursos ajenos de origen bancario) están lejos de la situación de 1999: 22,2 por 100, 32,9 por 100, y 38,2 por 100 para grandes, medianas y pequeñas, respectivamente.
- Por otra parte, mientras que más de la mitad de los fondos ajenos empleados por las *pyme* (55 por 100 y 54 por 100 para pequeñas y medianas, respectivamente) tienen su fuente en recursos a corto plazo sin coste explícito, en el caso de las grandes empresas significa únicamente algo más de la tercera parte (37 por 100). Sobresale el crédito de proveedores, que en el caso de las pequeñas unidades representa casi una unidad monetaria por cada cuatro de necesidades financieras, mientras que en las grandes importa menos de una unidad monetaria por cada diez de recursos financieros. Por tanto, el crédito de provisión, junto con la aportación de fondos propios, se constituye en espina dorsal de la financiación de las pequeñas y medianas empresas.
- En conjunto, pueden formularse las siguientes relaciones que asocian la financiación con el tamaño empresarial: directa con los recursos ajenos a largo plazo; inversa con el nivel de fondos propios, con los fondos ajenos a corto plazo, con los recursos ajenos a corto plazo sin coste explícito (provisión y otros), y con el *ratio* que mide los recursos crediticios aportados por las entidades de depósito sobre el total de recursos ajenos.

#### b) Variabilidad de los recursos ajenos

- Sobresale la mayor estabilidad de los fondos ajenos totales por parte de las pequeñas empresas a lo largo de las distintas fases del ciclo en el período 1982-1999, frente a la variación de las grandes unidades productivas que han podido modificar significativamente su grado de endeudamiento, ampliándolo en fases de expansión y reduciéndolo en fase de recesión. Incluso, las pequeñas han de endeudarse más en los años de crisis. También la variación de la *ratio* de endeudamiento en las fases del ciclo es mucho menos pronunciada en el caso de las pequeñas empresas (algo más que en relación a fondos ajenos totales) que en el de las grandes. El comportamiento es, sin embargo, disparejo en el caso de las medianas empresas, que sostienen su alto nivel de recursos propios incluso en la fase depresiva.

#### c) Peso de fondos propios sobre inmovilizado fijo

- Las *pyme* han de emplear (inmovilizar) en activos fijos bastantes más recursos propios que los que necesitan las grandes empresas. En términos medios, durante el período estudiado, a la hora de seleccionar un proyecto empresarial, las pequeñas y medianas empresas debieron emplear 1,125 unidades de recursos propios por unidad de activo fijo invertido. Entretanto, a las grandes empresas les bastó con 0,59 unidades de fondos propios. Esta relación es indicativa del mayor coste de capital con que se halla penalizada la empresa de menor tamaño, o bien de la mayor exigencia en cuanto a prima de riesgo por parte de las entidades financieras.

#### d) Ratio de endeudamiento y coste de la deuda:

- Consecuencia de una combinación/elección de menor coste entre recursos propios y ajenos a largo plazo (recursos permanentes), la *ratio* de endeudamiento ha venido permanentemente siendo superior para las grandes empresas que para las *pyme*; es decir, el racionamiento del crédito alcanza con mayor intensidad a las empresas de menor dimensión. Desde 1986, las unidades medianas se han situado en cuanto a *ratio* de endeudamiento por debajo de las pequeñas, derivado de su comportamiento diferenciado que parece optimizar las necesidades de recursos financieros con más fondos propios y menos ajenos.
- Existe una relación decreciente entre coste aparente de la deuda y tamaño de la empresa. El mayor diferencial se produjo en el año 1991, con un 4,7 por 100 en contra de las pequeñas sobre las grandes empresas. Sin embargo, en el ejercicio de 1999, consecuencia de la

convergencia del coste de la deuda por la sostenida caída de los tipos de interés, este diferencial se había reducido a 0,5 por 100.

*e) Evolución de resultados económicos. Apalancamiento financiero y pyme*

- La rentabilidad empresarial, tanto económica como financiera, está significativamente asociada al ciclo económico. Esta asociación es más intensa en el caso de las pequeñas y medianas empresas, que sufren más la caída de la crisis y se resarcan más rápidamente en momentos de expansión. Por su estructura financiera las *pyme* –más opacas informacionalmente- encuentran mayor dificultad y coste respecto a los fondos ajenos que las grandes empresas; sin embargo, por su estructura económica –más flexible organizacionalmente- dependen más que aquéllas de la coyuntura económica de la demanda y de la evolución de las existencias (crisis: disminución veloz de la facturación; reactivación: crecimiento mayor y más rápido).
- Las *pyme*, por su menor inmovilizado, que compensa su reducido margen de explotación con una elevada rotación de los activos, obtienen mayor rentabilidad económica que las grandes; pero por su estructura financiera tienen unos gastos de deuda superior a los de aquéllas. El apalancamiento financiero, que es la diferencia entre ambas medidas, suele tener un comportamiento más amplificador (en etapas de expansión) o menos reductor (en fase de crisis) que el de las grandes. Esta evolución se ha correspondido con las fases del ciclo entre 1984-1999.
- En la etapa de crecimiento de la segunda mitad del decenio noventa, las medianas empresas relevaban a las pequeñas ocupando la primera posición en comportamiento de su apalancamiento financiero. Pese a la reducción de los tipos de interés en tal período y a la convergencia del coste relativo de la deuda en los diferentes tramos de tamaño empresarial, las *pyme* siguen mostrando un notable diferencial apalancamiento positivo respecto a las grandes unidades.

*f) Decisiones económicas y financieras y tamaño empresarial*

Desde la perspectiva de los factores económicos:

- Frente a las mayores oscilaciones de la tasa de rentabilidad de las grandes empresas, las pequeñas y medianas muestran un mayor grado de permanencia de esta *ratio* en el tiempo, tratando de acomodarse más a la interrelación entre rentabilidad esperada de las nuevas inversiones y decisiones empresariales de llevar a cabo tales inversiones. En cualquier caso, el

comportamiento esperado por parte de los inversores (de los distintos tramos de tamaño) respecto a la rentabilidad económica anticipa la decisión inversora.

- También existe un efecto anticipador de la inversión a través de la evolución de la cifra de negocios. En general, las *pyme* parecen más sensibles respecto a la cifra de ventas, tanto en la fase alta (por mayor rapidez para rotar su menor inmovilizado y obtener mayor margen) como en la baja (por mayor dificultad para financiar las existencias y mantener un nivel adecuado de liquidez) del ciclo.

Desde la perspectiva de los factores financieros:

- Nivel de endeudamiento. Existen dos configuraciones de endeudamiento. Una, las *pyme*, con menor nivel de endeudamiento y mayor coeficiente de recursos propios (mayor grado de solvencia financiera mayores exigencias de garantías y, finalmente, a restricciones en el acceso al crédito). Y otra, las empresas de tamaño grande, con un alto nivel de endeudamiento, resultado de su mejor consideración por parte de las entidades crediticias ante las que pueden negociar con la mayor fuerza que les otorga su aparente solvencia y garantías. En general, los tres tramos empresariales acomodan inversamente el nivel de endeudamiento al del ciclo.
- Financiación bancaria. No se aprecia relación entre la decisión de nuevas inversiones y la financiación bancaria. Ésta, muestra una ligera tendencia alcista en las pequeñas, suave caída en las medianas y fuerte reducción en las grandes.
- Autofinanciación a partir de los beneficios no distribuidos. Puede contrastarse una similitud, inversa al tamaño, entre la evolución del crecimiento de la inversión y la del crecimiento autosostenible, con una cierta anticipación de ésta última.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES AFI (1996): “Valoración de la tasa de Falencia de las PYME Españolas”, estudio realizado para la Compañía Española de Reafianzamiento, S.A. (CERSA), Madrid.
- BANCO DE ESPAÑA (1999): *Central de Balances, resultados anuales de las empresas no financieras, 1999*, Madrid.
- BREALEY, R. A. y MYERS, S. C. (1991): *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill. Existe versión española: *Fundamentos de la Financiación Empresarial* (cuarta edición), McGraw-Hill, Madrid, 1995.
- BUESA, M. y MOLERO, J. (1992): *Patrones del cambio tecnológico y política industrial, un estudio de las empresas innovadoras madrileñas*, Editorial Civitas e IMADE, Instituto Madrileño de Desarrollo, Madrid.
- BUESA M. y MOLERO J. (1996 a): “La innovación Tecnológica en las Pyme españolas”, en IMPI (ed.), *Informe Anual. La pequeña y mediana empresa en España, 1995*, Madrid, pp. 143-191.
- BUESA, M. y MOLERO, J. (1996, b): *Innovación y diseño industrial, evaluación de la política de promoción del diseño en España*, Editorial Civitas y DDI, Sociedad Estatal para el Desarrollo del Diseño Industrial, Madrid.
- FARIÑAS, J. C.; CALVO, J. L.; JAUMANDREU, J; LORENZO, M. J.; HUERGO, E. y DE LA IGLESIA, C (1992): *La Pyme Industrial en España*, Editorial Civitas/IMPI, Madrid.
- FARIÑAS, J.C. y SUÁREZ, C. (1999): “Financiación”, en Fariñas y Jaumandreu (coord.), *La empresa industrial en la España de los noventa*, Ed. Fundación Argentaria Visor, Madrid, pp. 143-162
- FISHER, I. (1930): *The Theory of Interest*, MacMillan Press; Nueva York (EE.UU.).
- HERRERO, N. (1996): “La competitividad de la Pyme española, las S.G.R. y la financiación a largo plazo, el sistema nacional de reafianzamiento”, estudio realizado para la Confederación Española de Sociedades de Garantía Recíproca/ CESGAR, Madrid.
- MAROTO, J. A. (1997): “Estructura financiera y crecimiento de las Pymes”, *Economía Industrial*, 310, pp. 29-40.
- MODIGLIANI, F. y MILLER, M. H. (1958): “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, *The American Economic Review*, 48, pp. 261-297.

## **Documentos de Trabajo de Servilab**

- DT-1/97**      **LAS FERIAS Y EXPOSICIONES EN EUROPA COMO FACTORES DE COMPETENCIA Y ESPECIALIZACIÓN URBANA.**  
Juan Ramón Cuadrado Roura y Luis Rubalcaba Bermejo
- DT-2/97**      **UNA APROXIMACIÓN A LAS FUNCIONES DE IMPORTACIÓN Y EXPORTACIÓN DE SERVICIOS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA : 1960-1994.**  
Miguel González Moreno y Francisco González Gómez
- DT-3/97**      **EMPLEO Y CUALIFICACIONES LABORALES EN EL SECTOR SERVICIOS. EVOLUCIÓN RECIENTE Y ANÁLISIS PROSPECTIVO.**  
Carlos Iglesias Fernández, Julián Messina Gravovsky y Juan Ramón Cuadrado Roura  
(Agotado)
- DT-4/97**      **EL CONSUMO FAMILIAR DE SERVICIOS EN ESPAÑA : FACTORES EXPLICATIVOS DE LAS DECISIONES DE GASTO.**  
Elena Mañas Alcón (Agotado)
- DT-1/98**      **CRECIMIENTO, PRODUCTIVIDAD Y SERVICIOS AVANZADOS EN EUROPA: IMPLICACIONES PARA LA POLÍTICA ECONÓMICA.**  
Luis Rubalcaba Bermejo, Alvaro Ortiz Vidal-Abarca y Tomás Mancha Navarro
- DT-2/98**      **LAS CADENAS DE FRANQUICIAS EN ESPAÑA: ESTRATEGIAS EMPRESARIALES Y ORGANIZACIÓN ESPACIAL.**  
Agustín Gámir de Orueta y Ricardo Méndez Gutiérrez del Valle
- DT-3/98**      **LOS SERVICIOS EN LAS RELACIONES INTERSECTORIALES DE LA ECONOMIA: PROPUESTA METODOLOGICA Y EVIDENCIA.**  
José Antonio Camacho Ballesta
- DT-4/98**      **ANÁLISIS DEL EMPLEO POR FORMAS COMERCIALES. ASALARIZACIÓN Y DISMINUCIÓN DEL REFUGIO DE “AUTÓNOMOS”.**  
Javier Casares Ripol, Evangelina Aranda García y Víctor Jesús Martín Cerdeño
- DT-5/98**      **FORMACIÓN EN LAS ACTIVIDADES DE DISTRIBUCIÓN COMERCIAL.**  
Evangelina Aranda García

- DT-1/99**      **PATRONES DE CONVERGENCIA REGIONAL EN LOS SERVICIOS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA.**  
Santiago Martínez Argüelles y Fernando Rubiera Morollón
- DT-2/99**      **INTENSIDAD TECNOLÓGICA Y CARACTERÍSTICAS DEL EMPLEO EN EL SECTOR SERVICIOS**  
Juan Ramón Cuadrado, José Guardia, Carlos Iglesias y Álvaro Ortiz
- DT-3/99**      **FUENTES DE FLUCTUACIÓN SECTORIAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA**  
Juan Ramón Cuadrado y Álvaro Ortiz.
- DT-4/99**      **LA DEMANDA DE TRANSPORTE DE MERCANCÍAS EN ESPAÑA: FACTORES DETERMINANTES Y UN ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS DE TRÁFICO EN EL ÁMBITO DE LA UNIÓN EUROPEA.**  
Juan Carlos Martín Hernández y Concepción Román García
- DT-5/99**      **COMPETITIVIDAD Y COMERCIO DE SERVICIOS EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA.**  
Luis Rubalcaba Bermejo y David Gago Saldaña
- DT-1/00**      **PRESENCIA Y EFECTOS DE ARRASTRE DE LAS FILIALES EXTRANJERAS DE SERVICIOS A EMPRESAS EN ESPAÑA**  
Teresa Fernández Fernández
- DT-2/00**      **LAS RELACIONES ENTRE SERVICIOS A EMPRESAS E INDUSTRIA EN EL CONTEXTO REGIONAL**  
David Gago Saldaña
- DT-3/00**      **LOCALIZACIÓN EN LA ECONOMÍA *SERVINDUSTRIAL*: EL CASO ESPAÑOL DE SUBCONTRATACIÓN ELECTRÓNICA**  
Deron Ferguson
- DT-4/00**      **LOS SERVICIOS A LAS FAMILIAS COMO MOTORES DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO**  
Elena Mañas Alcón, Patricia Gabaldón Quiñones y Sonia Gallardo González
- DT-5/00**      **SERVICIOS PÚBLICOS Y CONVERGENCIA INTERREGIONAL EN ESPAÑA**  
Juan R. Cuadrado Roura, Tomás Mancha Navarro y Rubén Garrido Yserte

- DT-6/00**      **ESTRUCTURA PRODUCTIVA, CAMBIO TECNOLÓGICO Y EMPLEO: UN ANÁLISIS DE PERSPECTIVA PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA**  
Carlos Iglesias Fernández y Raquel Llorente Heras
- DT-1/01**      **APROXIMACIÓN Y MEDICIÓN DEL COMERCIO ELECTRÓNICO: PRINCIPALES DATOS A NIVEL NACIONAL**  
Laura Núñez Letamendía y Lucía Lisbona Fuentes
- DT-2/01**      **THE DEMAND OF BUSINESS SERVICES IN SPAIN**  
Diego Rodríguez Rodríguez y Fernando Merino de Lucas
- DT-3/01**      **EL SISTEMA ESPAÑOL DE GARANTÍAS RECÍPROCAS**  
Antonio García Tabuena
- DT-4/01**      **INTERNATIONALISATION OF SERVICE INDUSTRIES: A COMPARATIVE APPROACH**  
Juan R. Cuadrado Roura y Luis Rubalcaba Bermejo.
- DT-5/01**      **CAMBIO SECTORIAL Y DESEMPLEO EN ESPAÑA. Un análisis de la relación entre terciarización, cambio cualificativo y movilidad laboral en España.**  
Carlos Iglesias Fernández y Raquel Llorente Heras
- DT-6/01**      **LOS HORARIOS EN LA DISTRIBUCIÓN COMERCIAL: La importancia del tiempo para consumidores, empresas y decisores públicos**  
Javier Casares Ripol, Víctor J. Martín Cerdeño, Evangelina Aranda García y Jesús Santos del Cerro
- DT-1/02**      **EL EMPLO EN LOS SERVICIOS SOCIALES, CULTURALES Y COMUNITARIOS**  
Patricia Gabaldon Quiñones, Carlos Iglesias Fernández y Elena Mañas Alcon.
- DT-2/02**      **FACTORES CONDICIONANTES DE LA RELACIÓN ENTRE LA CUOTA RELATIVA DE MERCADO Y EL ROI: Evidencia empírica en el sector manufacturero español**  
Justo de Jorge Moreno y Leopoldo Lobarda Castillo.