

*El coste de la financiación ajena para las empresas
y su efecto sobre la rentabilidad:
¿Es irrelevante la dimensión empresarial?*

MÓNICA MELLE HERNÁNDEZ
U.C.M. y FUNCAS

RESUMEN

Las asimetrías informativas existentes en el mercado del crédito bancario, entre las entidades financieras, por una parte y las grandes o pequeñas empresas españolas, por otra, introducen imperfecciones en la valoración del riesgo financiero empresarial, derivadas de los conocidos problemas de selección adversa y riesgo moral. Las pequeñas y medianas empresas soportan una prima de riesgo superior a la que, según la clase de riesgo que se deduce de su solvencia y su nivel de rentabilidad, les correspondería. Esta «inadecuada» calificación crediticia de las empresas perjudica a las PYME españolas, al incrementar su coste aparente de la deuda lo que, a su vez, perjudica el efecto palanca de su endeudamiento, que es en muchas ocasiones reductor de su rentabilidad financiera y agrava las diferencias estructurales financieras, que existen entre las grandes, y pequeñas empresas españolas.

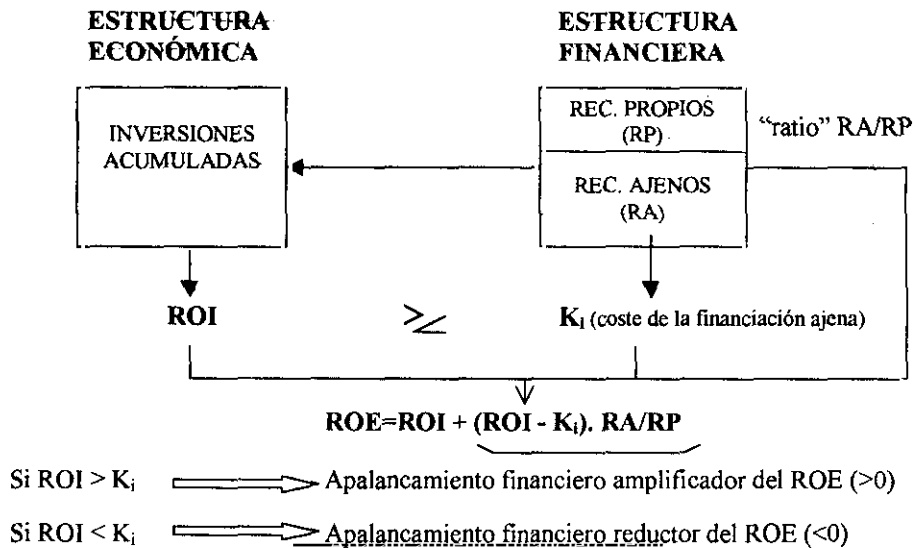
1. INTRODUCCIÓN

La competitividad de las empresas, depende de múltiples factores, ya sean del entorno macroeconómico, de la estructura del sector donde desarrollan su actividad o de la propia empresa. Precisamente estos últimos factores internos son los que explican comportamientos y resultados diferenciales entre las empresas de un mismo sector que se enfrentan a las mismas condiciones macroeconómicas y de estructura de los mercados. Y dentro de los factores internos, resultan especialmente relevantes para explicar la mayor o menor competitividad de las empresas la estructura y el coste de su financiación. En ese sentido, los problemas financieros de las empresas restringen,

en muchas ocasiones, la realización de proyectos de inversión rentables y en consecuencia, condicionan su rentabilidad económica o, rentabilidad de sus inversiones (ROI). Asimismo, las elevadas cargas financieras derivadas de un elevado coste de la financiación ajena unido a un excesivo endeudamiento con coste explícito, reduce la rentabilidad financiera de la empresa (ROE), pudiendo llegar incluso a provocar una situación de suspensión de pagos o de quiebra que condicione la propia supervivencia de la empresa.

La figura n.º 1 que a continuación se presenta, sintetiza la importancia de los factores financieros para explicar la «performance» (o rendimiento según riesgo) de las empresas:

FIGURA N.º1
Incidencia de la estructura y el coste de la financiación
en la rentabilidad empresarial



Fuente: Elaboración propia.

En definitiva, según el modelo explicativo de la rentabilidad financiera o rentabilidad de los recursos propios basado en la teoría financiera (expuesto en la figura n.º 1)¹, cuando el coste de los recursos ajenos con coste expli-

¹ Por simplificación se considera un mercado perfecto y de ahí, la asunción de la hipótesis de inexistencia de impuestos. No obstante, el modelo puede generalizarse admitiendo

cito (K_e) es superior a la rentabilidad económica que genera la empresa o rentabilidad del activo (ROI), el mayor endeudamiento con coste explícito perjudica la rentabilidad para los accionistas o rentabilidad financiera (ROE), siendo ésta la variable que la empresa debe maximizar para cumplir con su objetivo de crear valor o riqueza para los accionistas. Es decir, cuando el coste de las deudas supera la rentabilidad de las inversiones de la empresa, la mayor «ratio» recursos ajenos con coste/recursos propios produce un efecto apalancamiento financiero reductor sobre la rentabilidad financiera, ya que supone «sumar» un margen negativo a la rentabilidad económica para obtener dicha rentabilidad financiera. Por el contrario, cuando la rentabilidad que genera el activo supera al coste de las deudas, a la empresa le interesa endeudarse porque un mayor endeudamiento amplifica la rentabilidad para los accionistas, al sumar un margen positivo (o efecto apalancamiento, amplificador) a la rentabilidad de sus inversiones y elevar, de esa forma, la rentabilidad financiera.

La literatura especializada constata, además, que la dimensión empresarial agrava las diferencias estructurales financieras entre las grandes y pequeñas empresas (Berger y Udell, 1995; Maroto, 1995; Martín Rodríguez, 1995; Melle, 1996 y Cressy y Olofsson, 1997, entre otros). De hecho, son las pequeñas empresas las que poseen unos mayores costes aparentes de su financiación, en muchas ocasiones superiores a las rentabilidades que generan de sus activos, lo que desemboca en efectos apalancamientos reductores que perjudican sus rentabilidades financieras. Sin embargo, el tamaño de las empresas no es el único factor que explica las carencias estructurales de las PYMEs en lo financiero, dado que sus menores posibilidades de acceso a la información, sus elevadas tasas de mortalidad en los primeros años de actuación, su poder de negociación limitado y su estructura organizativa y cultura empresarial son determinantes, no sólo para conformar una estructura financiera y un coste del capital poco adecuados a la estructura y rentabilidad esperada de su capital económico, sino también para restringir sus posibilidades de acceso a la financiación bancaria.

El presente artículo pretende, en primer término, detectar las posibles diferencias estructurales financieras entre las empresas españolas según su dimensión. Para después analizar si esas diferencias entre los agregados de empresas de diferente dimensión se justifican por sus distintos parámetros de rentabilidad y riesgo, o si por el contrario, se deben a la existencia de imperfecciones de mercado derivadas de asimetrías de información en el sistema financiero —éstas se producen cuando las entidades de depósito y las empre-

la incidencia del impuesto de sociedades, ponderándolo mediante el factor $(1-\tau)$, en el que τ representa el tipo impositivo efectivo sobre el beneficio neto.

sas poseen diferente información relevante para determinar el volumen y coste de la financiación empresarial—. Asimismo, se pretende analizar el efecto apalancamiento financiero derivado del endeudamiento de las empresas sobre su rentabilidad para los accionistas en los distintos estratos de dimensión empresarial, y contrastar la posible existencia de diferencias en el signo del efecto apalancamiento según el tamaño de la empresa.

Para ello, el trabajo se organiza en seis epígrafes. Después de esta breve introducción que presenta la justificación, objetivos y estructura del artículo, un segundo apartado analiza la importancia de los factores estructurales financieros en las empresas. En tercer lugar, se describe la base de datos y la metodología seguida en el análisis empírico realizado para verificar las percepciones sobre las diferencias estructurales financieras entre las empresas españolas según su dimensión. Un cuarto apartado, presenta el análisis de la estructura financiera de las empresas españolas y sus diferencias según su dimensión. Asimismo también incluye una breve comparativa internacional de las diferencias según tamaño de las empresas en sus capitales financieros. En el quinto epígrafe, se realiza un estudio del riesgo y la rentabilidad de las empresas españolas y de algunos países industrializados, detectando posibles diferencias según la dimensión empresarial. Del mismo modo, se expone la relación entre la prima de riesgo y la solvencia empresarial y el apalancamiento financiero en los distintos estratos de empresas, analizando sus posibles efectos sobre la rentabilidad financiera de las empresas. Por último, un sexto apartado, cierra el artículo con las conclusiones más importantes del mismo.

2. LOS FACTORES ESTRUCTURALES FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS

La incidencia de los factores financieros en la competitividad empresarial, y en consecuencia, su rentabilidad, justifica un análisis sobre sus características diferenciales en las empresas españolas, en función de que se trate de grandes empresas o PYMEs.

Una empresa será competitiva cuando sea capaz de ganar cuota de mercado de forma sostenible, en una economía abierta e integrada (García Echevarría, 1999), generando valor mediante la detección, mantenimiento y explotación de ventajas competitivas. Por lo que el término «competitividad» depende de múltiples factores, tanto de índole macro como microeconómica. Sin embargo, entre tales factores, son los eminentemente empresariales, es decir, aquéllos relacionados con la administración eficiente de los capitales humano, productivo y financiero por parte de las empresas y espe-

cialmente sus «activos intangibles», los que explican en mayor medida la competitividad de las empresas. Explicar la competitividad empresarial únicamente con base en los factores del entorno genérico y específico (factores macroeconómicos y sectoriales) supone implícitamente homogeneidad entre las empresas dentro de un sector o grupo estratégico en cuanto a las estrategias que desarrollan y los recursos que controlan (Rumelt, 1984; Scherer, 1980); y en caso de heterogeneidad de recursos, debida, por ejemplo, a la entrada de un nuevo participante, requiere que exista perfecta movilidad de los recursos (Barney, 1991: 100), lo que hace que dicha heterogeneidad sólo sea mantenible a corto plazo. Sin embargo, en la realidad empresarial existen ciertos recursos, por ejemplo, algunos activos intangibles y específicos, difícilmente transferibles e imitables por las empresas competidoras en un mismo sector industrial o grupo estratégico, constituyendo, de este modo, posibles fuentes de ventajas competitivas sostenidas (Penrose, 1959-Rumelt, 1984).

De ahí que la competitividad de las empresas y su capacidad de crear valor para el mercado dependan principalmente de factores internos empresariales, entre los que figuran los financieros. Concretamente, las empresas deben conseguir una adecuada correlación de rentabilidades y riesgos entre sus masas patrimoniales de pasivo y activo de igual funcionalidad, que salvaguarde su liquidez y solvencia globales. Y, al propio tiempo, que garantice la asignación eficiente de los recursos financieros a la inversión productiva, y permita generar una rentabilidad de su activo superior al coste de su financiación ajena, para que el efecto apalancamiento financiero derivado de un mayor endeudamiento amplifique su rentabilidad financiera.

En este sentido, la competitividad de las empresas españolas cuenta con la condición necesaria de un sistema financiero cada vez más libre y competitivo, pero que, sin embargo no siempre ha canalizado el ahorro hacia la financiación de la inversión productiva empresarial. La inmensa mayoría de las empresas españolas se ha visto postergada en muchos casos por un sistema financiero cada vez más eficiente en sí mismo y que genera, por vías como las de la especulación o las de las elevadas colocaciones de activos públicos, unos parámetros de rentabilidad-riesgo que difícilmente pueden ofrecer las inversiones empresariales. Ello ha agravado los problemas financieros tradicionales de algunas empresas españolas, porque se ha restringido aún más la disponibilidad de créditos para las empresas no financieras, y porque las primas de riesgo aplicadas a estos créditos se han añadido a unos tipos de mercado ya excesivamente elevados y que sólo en años recientes han flexionado a la baja.

Adicionalmente, y como muestran los tradicionales informes anuales del IMD, «The World Competitiveness Yearbook, 1999» y del World Economic

CUADRO N.º 1
El papel del sistema financiero en la financiación empresarial.
Perspectiva internacional comparada

	Posición España	Primera posición	Segunda posición	Tercera posición	Cuarta posición	Quinta posición
Papel del mercado de valores en la financiación empresarial	18. ^a	Holanda	Australia	Suecia	Hong Kong	Finlandia
Capitalización bursátil	11. ^a	USA	Japón	Reino Unido	Alemania	Francia
Tamaño de las entidades financieras	5. ^a	Japón	USA	Alemania	Italia	España
Diferencial o «sprea» del tipo de interés de los créditos menos el de los depósitos de las entidades financieras	6. ^a	Taiwan	Vietnan	Korea	Canadá	Luxemburgo
Facilidad de acceso al crédito financieras	5. ^a	Finlandia	Islandia	Irlanda	Francia	España

NOTA: Se presenta el lugar que ocupa España en el «ranking» de los 47 países incluidos en los Informes y el de los cinco países que ocupan los primeros puestos del «ranking».

Fuente: Elaboración propia a partir del World Economic Forum, «The Global Competitiveness Report 1999», y del IMD «The World Competitiveness Yearbook, 1999».

Forum, «The Global Competitiveness Report 1999»², en perspectiva internacional comparada, el mercado de valores español tiene un papel reducido en la financiación empresarial y la misma representatividad de la capitalización bursátil como valor de mercado de las empresas, es discutible (véase el cuadro n.º 1). Lo que se contrapone, sin embargo, a la elevada competitividad relativa de nuestras entidades financieras, tanto por su tamaño, como por su diferencial o «spread» del tipo de interés de sus créditos menos el de sus depósitos y por la facilidad de acceso al crédito.

3. ANÁLISIS EMPÍRICO: BASE DE DATOS Y METODOLOGÍA

La base de datos de empresas españolas utilizada para el análisis empírico ha sido la de la Central de Balances del Banco de España (CBBE), durante la última serie histórica disponible para una muestra común de empresas, que abarca desde 1989 hasta 1998³, diferenciando tres estratos de tamaño, que consideran pequeña empresa la de menos de 50 trabajadores en plantilla, mediana la que tiene entre 50 y 250, y grande la de más de 250. El período elegido se justifica por ser el último disponible en la Central de Balances para una muestra común de empresas. Sin embargo, esta fuente de información presenta algunas limitaciones que condicionan la validez de los resultados de cualquier análisis basado en ella. Se deben principalmente a su carácter de colaboración voluntaria por parte de las empresas que forman parte de la base, lo cual crea un sesgo hacia las empresas más rentables y de mayor tamaño (cuadro n.º 2).

Asimismo, para realizar las oportunas comparaciones internacionales de las empresas de distinto tamaño se ha empleado la base de datos del Proyecto BACH. El cuadro n.º 3 recoge los países incluidos en dicha base, así como la representatividad de los agregados de empresas según su dimensión en

² La metodología que se aplica en los mencionados informes ofrece serias limitaciones en cuanto a la homogeneidad cobertura y fiabilidad de los diversos indicadores que forman cada uno de los ocho factores de competitividad global nacional (fortaleza de la economía doméstica, internacionalización, gobierno, finanzas, infraestructuras, administración empresarial, ciencia y tecnología, y población). Además, se combinan en ellos los datos cuantitativos, extraídos de estadísticas y censos nacionales, con los datos cualitativos, obtenidos mediante encuestas opináticas a los agentes empresariales; y cuyos alcance y representatividad son, por tanta, bastante heterogéneos.

³ Si bien, determinadas variables sólo se han podido calcular para el período 1989-1994 porque se ha requerido información desagregada de la CBBE, disponible únicamente previa solicitud del correspondiente «estudio de encargo».

CUADRO N.º 2
Características generales de la base de datos de la CBBE

NÚMERO DE EMPRESAS EN LAS BASES DE DATOS DE LA CENTRAL DE BALANCES										
	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
1. Pequeñas	4.071	3.893	4.107	4.124	4.286	4.831	4.697	4.442	4.341	3.260
2. Medianas	2.450	2.309	2.134	2.124	2.141	2.075	2.421	2.523	2.363	1.878
3. Grandes	946	980	965	930	909	932	993	1.054	1.012	739
TOTAL	7.467	7.182	7.206	7.178	7.336	7.838	8.111	8.019	7.716	5.877
ESTRUCTURA DEL VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES										
	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
1. Pequeñas	3,2	3	3,3	3,4	3,4	4	3,8	3,6	17	3,1
2. Medianas	11,4	11,3	10,9	11,1	11,1	10,9	12,0	12,3	11,7	10,5
3. Grandes	115,4	85,7	85,8	85,4	85,4	85,1	84,2	84,1	84,5	86,3
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: Central de Balances del Banco de España.

CUADRO N.º 3
Características de la Base de Datos BACH
Número de empresas según dimensión

	España	Alemania (1996)	Austria	Bélgica	Francia	Holanda	Italia	Portugal
1. Pequeñas y medianas	2.081	8.128	637	18.059	13.057	6.558	14.709	7.465
2. Grandes	384	1.510	246	502	1.302	336	2.005	100
TOTAL	2.465	9.638	883	18.561	14.359	6.894	16.714	7.565

Estructura del valor añadido (1997)

	España	Alemania (1996)	Austria	Bélgica	Dinamarca	Finlandia (1996)	Francia
1. Pequeñas y medianas	14	18,4	24,3	47,4	60	33,4	32,1
2. Grandes	86	81,6	75,7	52,6	40	66,6	67,9
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

	Holanda	Italia	Portugal	Suecia	Estados	Japón
1. Pequeñas y medianas	20,1	35,6	43,3	50,2	14	65,1
2. Grandes	79,9	64,4	56,7	49,8	86	34,9
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: BACH (Comité Europeo de Centrales de Balances —CECB— y Comisión Europea: Dirección General II).

cada uno de los países, medida por el número de empresas y por la estructura de valor añadido.

A partir de estas fuentes de información empresarial, se pretende contrastar un mayor peso del crédito bancario a corto plazo en las estructuras financieras de las PYMEs —crédito que es, con frecuencia, su única fuente de financiación externa— frente a un menor peso de dicha financiación en las grandes empresas españolas. Así como la existencia de una relación inversa entre el coste aparente efectivo de los créditos bancarios y el tamaño de las empresas, de tal forma que a medida que las empresas adquieren una mayor dimensión, este tipo de financiación les resulta más barata. Por otra parte, cuando se analiza la solvencia financiera de las pequeñas y medianas empresas, se aprecia que las entidades financieras les aplican una prima de riesgo superior a la clase de riesgo que por su grado de solvencia les correspondería; lo cual sugiere imperfecciones de mercado, derivadas de asimetrías informativas que las penalizan, especialmente en lo que se refiere al estudio de la solvencia de las pequeñas y medianas empresas prestatarias por parte de las entidades financieras.

La metodología que se sigue para la contrastación de tales hipótesis se basa en el análisis financiero convencional, que mediante «ratios» o cocientes entre magnitudes económico-financieras permite comparar entre sí las variables objeto de una serie histórica, mediante corte transversal de la serie, o a través de técnicas mixtas de las dos anteriores.

El análisis financiero y el diagnóstico que puede elaborarse sobre él adolecen de importantes limitaciones, tanto de índole contable —dado que su principal base de datos es el sistema de información contable, que registra y plasma los hechos económicos de relevancia empresarial en los estados tradicionales o cuentas anuales—, como de su incapacidad predictiva de comportamientos futuros. Las primeras limitaciones, hacen referencia a la disparidad que existe entre la medida de la riqueza empresarial mediante el resultado contable de la empresa (agregación del valor de sus activos) o el resultado económico (en función de sus expectativas futuras de ganancia descontadas), que se concreta en la diferente valoración de los activos —frente al valor histórico que recoge el resultado contable surge el valor de mercado inherente al resultado económico—, en los cambios del poder adquisitivo de la moneda —valor nominal *versus* valor real— y en los distintos sistemas de registro que se utilizan para su cálculo —valor de devengo *versus* valor efectivo—. En segundo término, el casuismo que se deriva del análisis financiero «clásico» basado en «ratios», dificulta una posible predicción de los comportamientos empresariales futuros. La aplicación de técnicas estadísticas en el análisis financiero —«análisis financiero moderno»— permite explorar y contrastar los modelos de comporta-

miento subyacentes a los datos. Para poder aplicar este tipo de técnicas explicativas y predictivas de comportamientos empresariales, resulta imprescindible disponer de información individualizada de las empresas. Debido a que las bases de datos públicas disponibles no proporcionan este tipo de información desagregada, el modelo de análisis convencional resulta en esta investigación, como en tantas otras, el único análisis posible para aproximarse a la explicación de los comportamientos de las empresas españolas.

4. LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS Y SU ANÁLISIS COMPARADO INTERNACIONAL

La estructura financiera de las empresas españolas está condicionada por determinadas características del sistema financiero español. En ese sentido, las entidades financieras ofrecen una elevada competitividad, pero no facilitan la concesión de créditos ni la disponibilidad de instrumentos idóneos para la financiación de proyectos empresariales, sobre todo en las PYMEs. Ello se debe fundamentalmente a los problemas de selección adversa y riesgo moral derivados de las asimetrías informativas que afectan a la obtención de recursos financieros por parte de las empresas. El hecho de que existan diferencias en la información que poseen las entidades de depósito y las empresas, principalmente PYMEs, sobre la calidad crediticia de estas últimas, provoca, en primer lugar, que las entidades financieras apliquen unos costes a la financiación concedida a dichas empresas, superiores a los que según sus posiciones de rentabilidad-riesgo les corresponderían (problema de selección adversa⁴), y en segundo término, que las empresas desarrollen conductas oportunistas mediante acciones que perjudiquen su posición de solvencia inicialmente considerada (riesgo moral⁵).

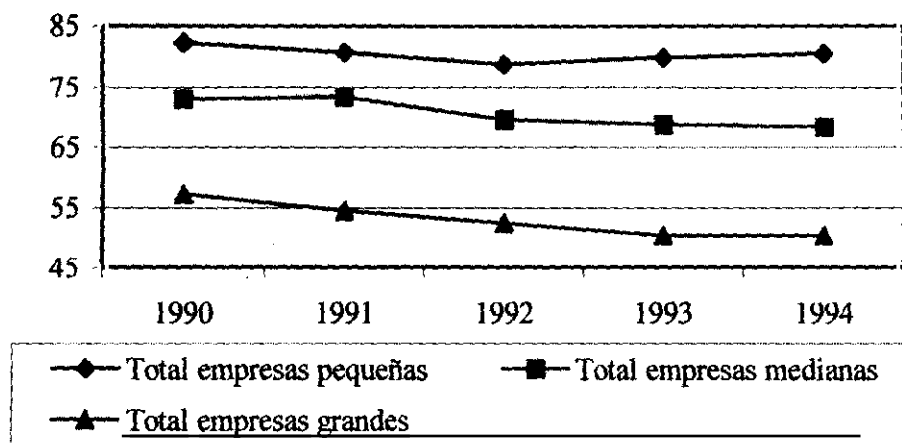
⁴ Originariamente es un término utilizado en el sector del seguro, para referirse a la tendencia de quienes desean suscribir una póliza para recibir las mayores indemnizaciones esperadas. La antiselección o selección adversa se refiere por extensión al tipo de *oportunismo precontractual* que aparece cuando una de las partes de una negociación dispone de información privilegiada sobre algo que afecta negativamente al beneficio neto que las otras obtendrán del contrato y, por tanto, sabe que el contrato será especialmente desventajoso para las otras partes (Milgrom y Roberis, 1993).

⁵ Igualmente se trata de un término inicialmente acuñado por el sector del seguro, para referirse a la tendencia de los asegurados a disminuir su empeño en evitar o reducir las pérdidas aseguradas. Hoy, el término se aplica también a la forma de *oportunismo post-contractual* que emerge cuando las acciones requeridas o deseadas bajo un contrato no son fácilmente observables (Milgrom y Roberts, 1993).

Por su parte, los mercados de capitales resultan inaccesibles para la gran mayoría de las pequeñas y medianas empresas, principalmente por su incumplimiento de los requisitos de acceso y por las imperfecciones inherentes a los mercados, que impiden una adecuada valoración de los títulos cotizados; esto es, en función de las expectativas de rendimiento de las empresas. De ahí que el crédito bancario constituya la principal fuente de financiación externa para las PYMEs españolas, alcanzando en el año 1994 una proporción del 80,5% de los recursos ajenos remunerados, como se aprecia en el gráfico n.º 1.

GRÁFICO N.º 1

Financiación bancaria sobre recursos ajenos remunerados (datos en %)

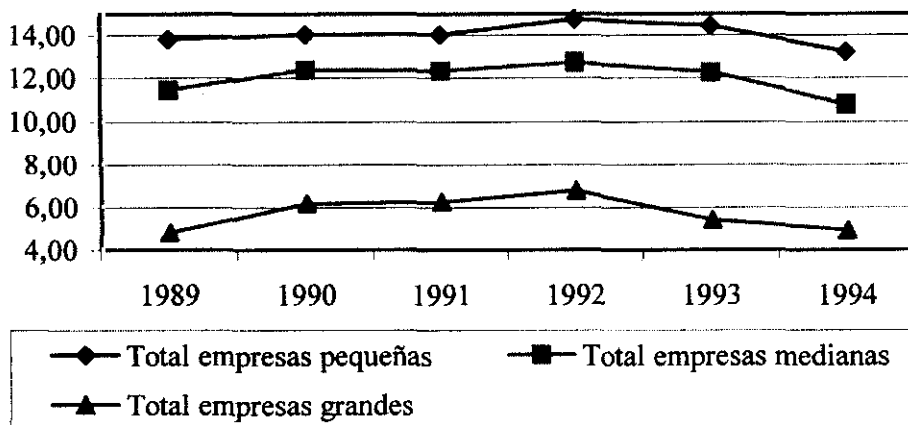


Fuente: Elaboración propia a partir de la Central de Balances del Banco de España.

Por tanto, los rasgos característicos de nuestro sistema financiero, condicionan que las empresas españolas posean una distinta estructura financiera según su dimensión. Entre otras pautas estructurales de la financiación de las empresas españolas, es posible detectar las siguientes:

- a) Las empresas españolas de menor tamaño dependen en mayor medida de la financiación bancaria a corto plazo (como se evidencia en el gráfico n.º 2). En consecuencia, padecen más directamente la evolución de los tipos de interés y las restricciones crediticias de las enti-

GRÁFICO N.º 2
Financiación bancaria a corto plazo sobre pasivo total (datos en %)

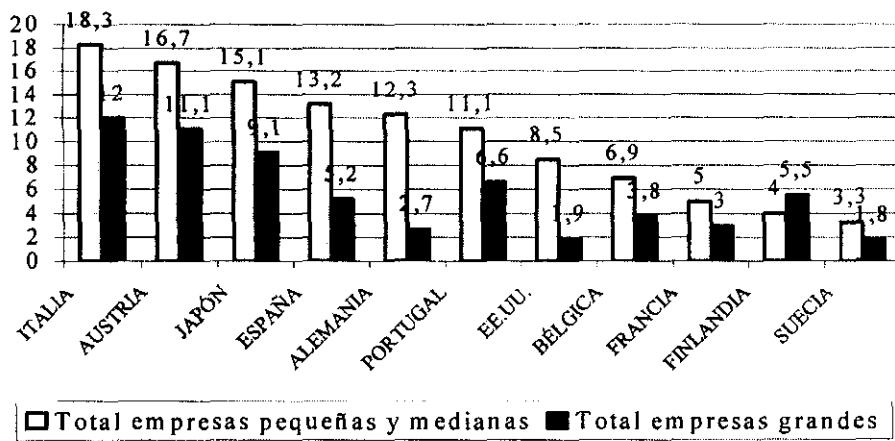


Fuente: Elaboración propia a partir de la Central de Balances del Banco de España.

dades de depósito. Sus estructuras financieras y sus posibilidades de llevar a cabo proyectos de inversión rentables están, en muchas ocasiones, condicionados por la necesidad de recurrir a sucesivas y reiteradas renovaciones del crédito ante las entidades bancarias.

Además, esas diferentes pautas estructurales financieras de las empresas según su dimensión se producen también en el ámbito internacional. Como muestra el gráfico n.º 3, excepto en el caso de las empresas finlandesas, en el resto de países las empresas pequeñas y medianas recurren en mayor medida que las grandes al crédito bancario a corto plazo. Se aprecian, sin embargo, comportamientos diferenciales entre los distintos países. En primer lugar, las empresas industriales, grandes y pequeñas, de países como Bélgica, Finlandia, Francia y Suecia mantienen unas menores deudas bancarias a corto plazo, probablemente porque tales empresas acuden a los mercados de valores para obtener financiación propia vía emisiones de acciones. Precisamente en esos países impera el «modelo de banca-industria» basado en los mercados «versus» entidades financieras. Y en segundo término, las diferencias de comportamiento entre las empresas grandes y pequeñas en relación a su financiación bancaria a corto plazo son menores en países como Austria, Bélgica, Finlandia,

GRÁFICO N.º 3
Financiación bancaria a corto plazo sobre Total Deudas a corto plazo.
Comparativa internacional de las empresas manufactureras en 1997
(datos en %)



Fuente: Elaboración propia a partir de Proyecto BACH (Comité Europeo de Centrales de Balances —CECB— y Comisión Europea: Dirección General II).

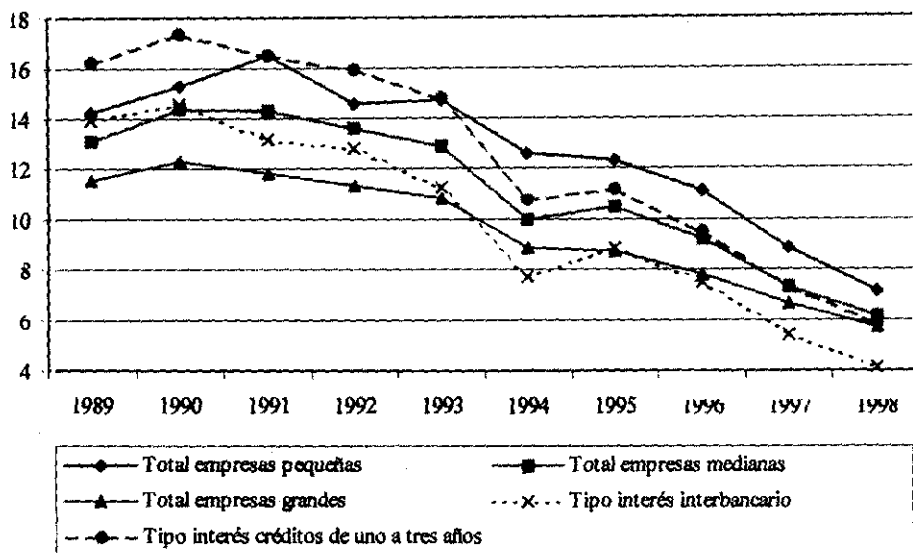
Francia y Suecia, lo cual se justifica porque en tales países las empresas pequeñas y medianas tienen una dimensión mucho mayor a la de las PYMES de países como España, Italia o Portugal.

- b) El coste financiero aparente de las empresas españolas incorpora una prima de riesgo inversamente proporcional al tamaño de las empresas —la prima de riesgo medida como la diferencia entre el coste aparente del crédito para las empresas y el tipo del mercado interbancario—. En consecuencia, las PYMES españolas sufren un diferencial superior en el coste de su financiación al que las entidades de depósito cargan a las grandes empresas. Si ese mayor diferencial no se corresponde con un mayor riesgo financiero efectivo por parte de las pequeñas empresas se estarían produciendo imperfecciones de mercado, derivadas principalmente de las asimetrías informativas y del diferente poder de mercado que ostentan las entidades financieras, y las pequeñas o grandes empresas.

En este sentido, en el gráfico n.º 4 se visualizan los tipos de interés del mercado interbancario y del crédito bancario de uno a tres años y los costes aparentes de la deuda empresarial para los diferentes subagregados de empre-

GRÁFICO N.º 4

Gastos financieros sobre recursos ajenos remunerados de las empresas y tipos de interés del mercado interbancario y del crédito bancario (en %)



Fuente: Elaboración propia a partir del Boletín Estadístico y la Central de Balances, Banco de España.

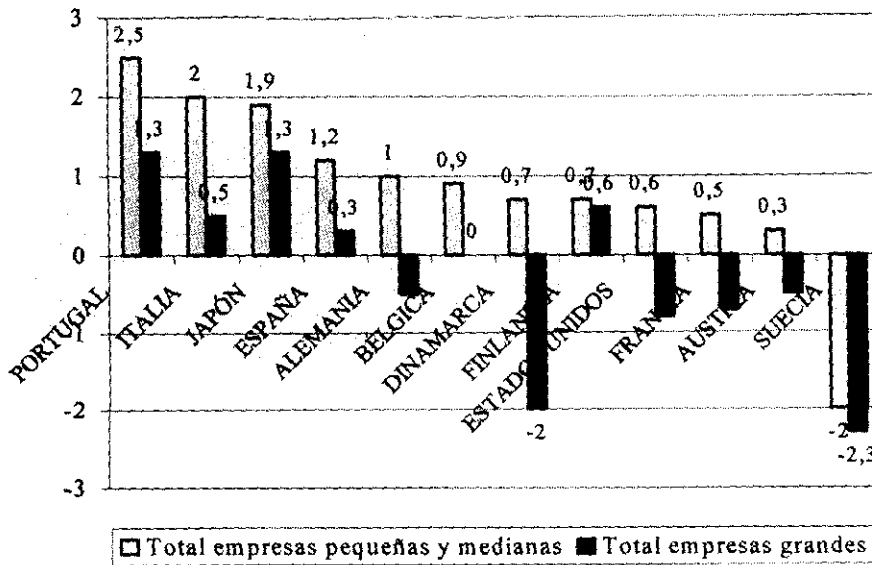
sas en función de su dimensión. Dado que el coste de la deuda es superior en las empresas de menor dimensión empresarial, se puede deducir que la prima de riesgo que cargan las entidades financieras sobre el tipo preferencial varía en relación inversa al tamaño de las empresas. Todo lo cual induce a pensar que las PYMEs pertenecen a una «clase de riesgo» superior, o lo que es lo mismo, que el riesgo de insolvencia de las empresas varía en relación inversa con su tamaño.

Sin embargo, y aún posponiendo la contrastación de dicha hipótesis al siguiente apartado, la evolución de los costes aparentes de las deudas en unas y otras empresas evidencia una reducción más atemperada en las pequeñas, en las que la tendencia decreciente sigue fielmente la del crédito bancario, que a su vez se ajusta a la evolución de los tipos de interés en los mercados internacionales durante los últimos años, con la ostensible caída desde 1994. Esta reducción de tipos verificada a partir de dicho ejercicio está beneficiando a todas las empresas. Pero mientras las grandes y medianas pueden even-

tualmente negociar condiciones de rebaja con las entidades financieras o acudir a la desintermediación, mediante su acceso directo a los mercados —lo que les permite mantener un coste aparente de la deuda inferior al tipo del crédito bancario—; las pequeñas, como posible consecuencia de su menor poder de negociación, evidencian una menor disminución en su coste aparente de la deuda que la del crédito bancario, que resulta incluso superior a éste en 1994.

Asimismo, resulta interesante realizar un análisis en perspectiva internacional comparada a partir de la base de datos del Proyecto BACH, según la cual son las empresas de menor tamaño las que sufren igualmente unas mayores cargas financieras netas (véase el gráfico n.º 5 que muestra la carga financiera neta de las empresas manufactureras sobre su cifra de ventas para los dos estratos de tamaño considerados en la base BACH, en los distintos países). Incluso, en algunos países como Alemania, Austria, Dinamarca, Holan-

GRÁFICO N.º 5
Carga financiera neta sobre Ventas.
Comparativa internacional de las empresas manufactureras en 1997
(datos en %)



Fuente: Elaboración propia a partir de Proyecto BACH (Comité Europeo de Centrales de Balances —CECB— y Comisión Europea: Dirección General II).

da, Suecia y EE.UU., las grandes empresas industriales presentaron en el año 1997 una carga financiera neta negativa, lo que significa que obtuvieron un resultado neto financiero positivo porque sus ingresos financieros superaron a sus gastos financieros.

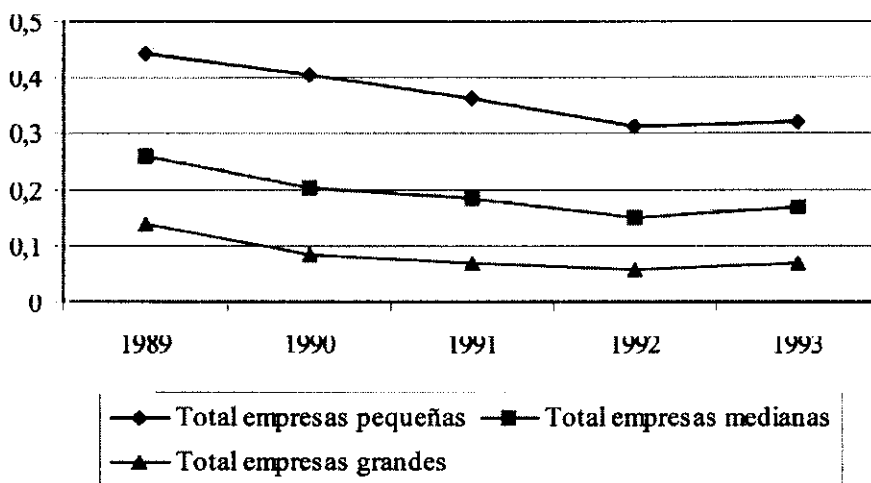
5. EL RIESGO Y LA RENTABILIDAD DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS Y SU ANÁLISIS COMPARADO INTERNACIONAL

5.1. Análisis del riesgo empresarial

A efectos de verificar las anteriores percepciones, se analiza ahora el riesgo financiero de las empresas españolas a través de las «ratios» convencionales, que evalúan su liquidez o solvencia a corto plazo; para constatar que son las PYMEs las empresas con un menor riesgo de insolvencia a corto.

Así, utilizando la medida más estricta de liquidez empresarial, esto es, nivel de tesorería sobre el montante total de deudas a corto plazo, en los distintos estratos de empresas españolas según su tamaño, se evidencia una relación directa entre el riesgo de insolvencia a corto y la dimensión empresarial, según se visualiza en el gráfico n.º 6. Lo cual puede indicar también que las

GRÁFICO N.º 6
Tesorería/Pasivo exigible CP

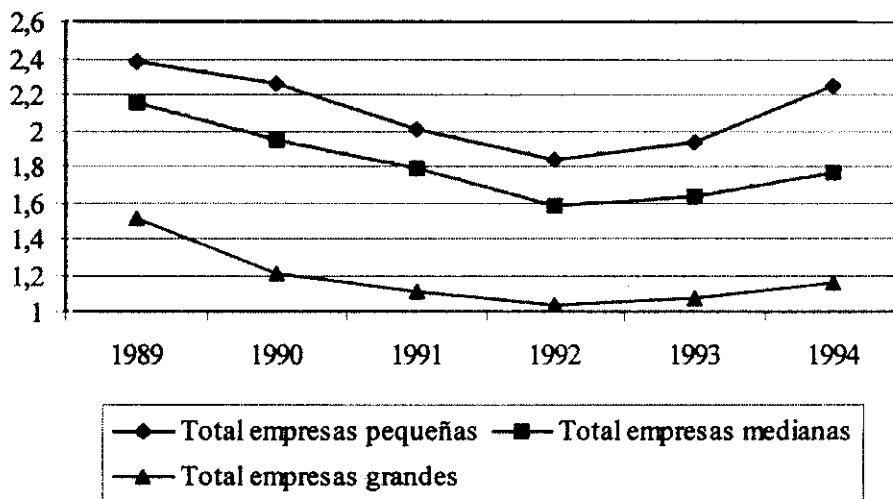


Fuente: Elaboración propia a partir de la Central de Balances del Banco de España.

grandes empresas gestionan mejor su tesorería, ya que sin llegar a suspensiones de pagos, rentabilizan al máximo sus recursos disponibles, dejando únicamente como tales aquéllos que según sus Mías de caja» o períodos medio de tesorería, se consideran necesarios para hacer frente a todos los gastos que suponen pagos durante el ejercicio.

Al «relajar» la medida de solvencia empresarial a corto plazo, utilizando primero la relación «Tesorería + Derechos de cobro/Pasivo exigible a corto plazo» como indicador de la posición de liquidez mediata para afrontar los compromisos a corto (Gráfico n.º 7), y después, la definición por cociente del

GRÁFICO N.º 7
Tesorería + Derechos de cobro/Pasivo exigible CP

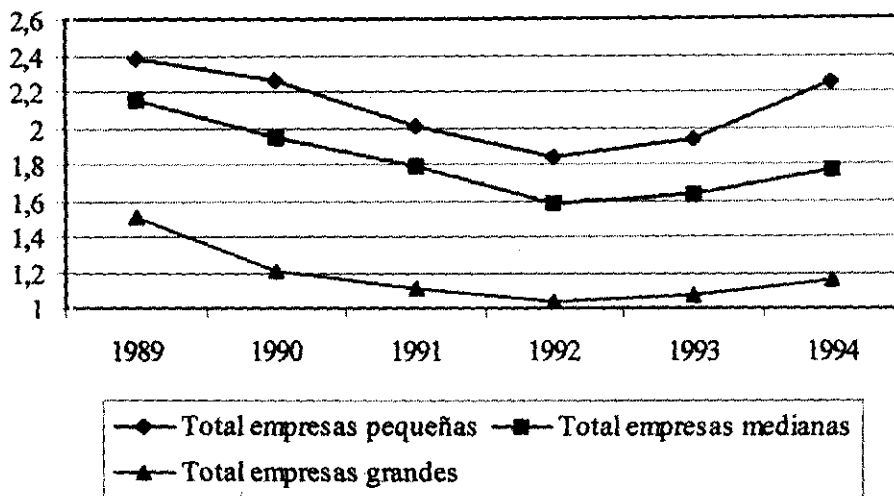


Fuente: Elaboración Propia a partir de la Central de Balances del Banco de España.

fondo de rotación —«Activo circulante /Pasivo circulante»— (Gráfico n.º 8), se observa que las grandes empresas españolas se van aproximando progresivamente a las PYMEs en cuanto a su riesgo de suspensión de pagos, aunque siempre se mantienen «más insolventes».

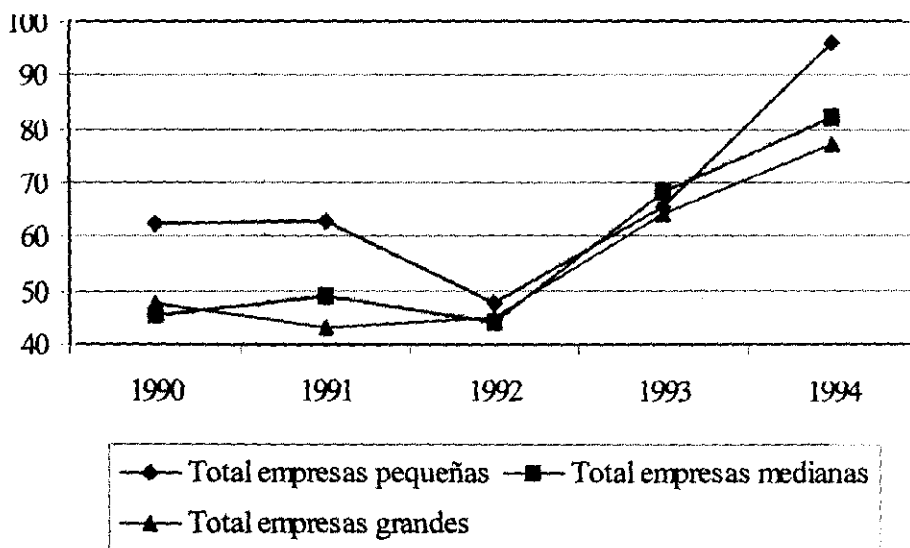
Esta situación también se produce en relación con el riesgo financiero empresarial a medio y largo plazo. En el medio plazo, la autonomía financiera de las PYMEs españolas supera a la de las grandes empresas, teniendo en cuenta la mayor proporción de deudas que podrían amortizarse por la vía de los recursos generados por la propia actividad empresarial (gráfico n.º 9).

GRÁFICO N.º 8
Activo Circulante/Pasivo Circulante



Fuente: Elaboración propia a partir de la Central de Balances del Banco de España.

GRÁFICO N.º 9
Capacidad autofinanciación/Recursos Ajenos (datos en %)

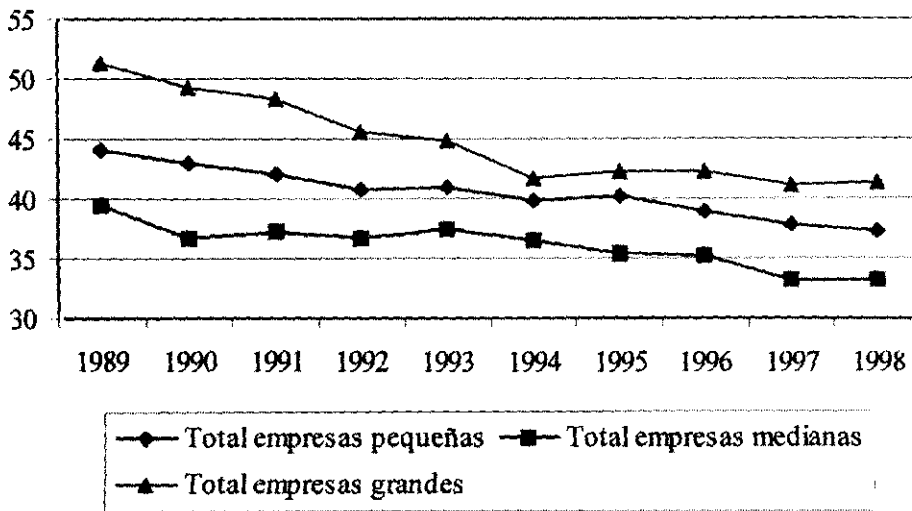


Fuente: Elaboración Propia a partir de la Central de Balances del Banco de España.

Siendo también de destacar el mayor ahorro empresarial producido durante el ejercicio 1994, que hace que los distintos agregados de empresas por estratos de tamaño incrementen su capacidad de autofinanciación en relación a sus recursos ajenos.

La solvencia en el largo plazo, estimada según la evolución de la «ratio» de endeudamiento —«Recursos ajenos/Pasivo remunerado»— se muestra en el gráfico n.º 10 para los diferentes grupos de empresas españolas. También son las medianas y pequeñas empresas sistemáticamente más solventes que las grandes, ya que su «ratio» de endeudamiento es permanentemente inferior al de las grandes. Sin embargo, se aprecia un descenso del endeudamiento del agregado de grandes empresas durante los últimos años y en consecuencia, una aproximación al nivel de endeudamiento de las medianas y pequeñas empresas, que supuso en 1998, el 33,2 y 37,3, respectivamente (mientras que para las grandes era del 41,3).

GRÁFICO N.º 10
Endeudamiento (Recursos ajenos/Total pasivo) (datos en %)

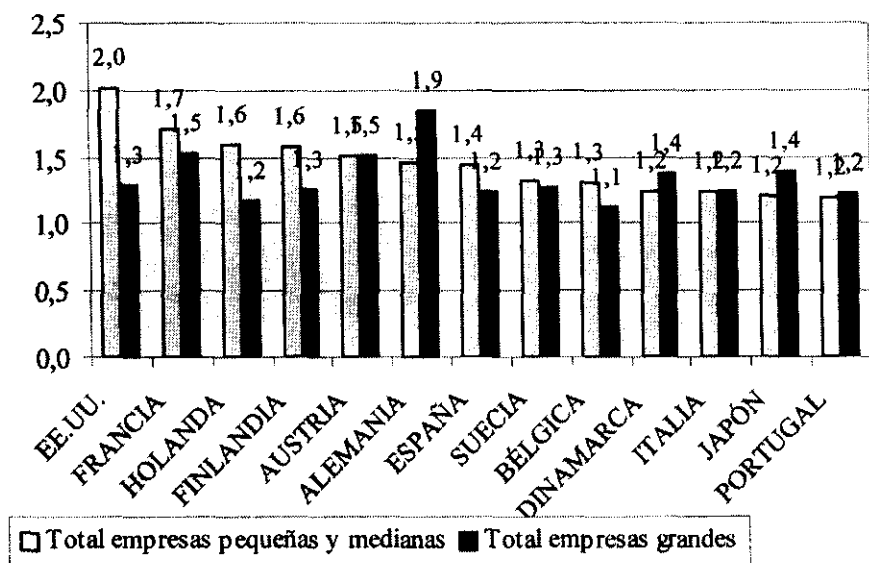


Fuente: Elaboración propia a partir de la Central de Balances del Banco de España.

Por su parte, en el ámbito internacional, la solvencia de las pequeñas y medianas empresas también difiere de la de las grandes. A excepción de Alemania, Dinamarca y Japón, en el resto de países analizados son las

pequeñas y medianas empresas las que ofrecen mayores valores en sus «ratios» Activo Circulante/Pasivo Circulante, como medida que aproxima a su solvencia a corto plazo o a su capacidad de cubrir sus deudas a corto plazo con su activo disponible, exigible y realizable (Gráfico n.º 11). En algunos países existen diferencias en la solvencia de ambos agregados de empresas de hasta siete décimas, como ocurre en los Estados Unidos, o cuatro en Holanda. Mientras que en países como Austria, Italia y Portugal, la solvencia a corto plazo de sus empresas grandes, medianas y pequeñas apenas difiere.

GRÁFICO N.º 11
Activo circulante sobre pasivo circulante.
Comparativa internacional de las empresas manufactureras en 1997



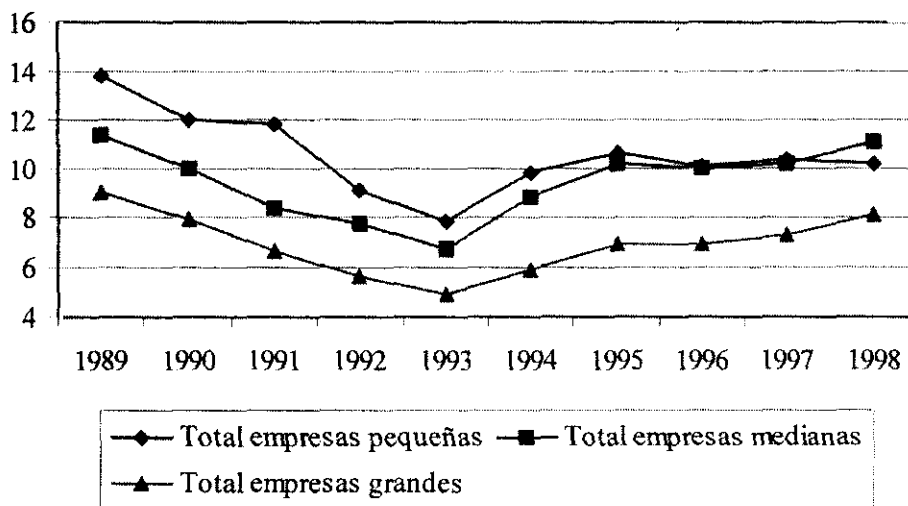
Fuente: Elaboración propia a partir de Proyecto BACH (Comité Europeo de Centrales de Balances —CECB— y Comisión Europea: Dirección General II).

5.2. Análisis de la rentabilidad empresarial: Efecto apalancamiento

Cuando se estudian las rentabilidades económicas y financieras de las empresas españolas durante el período temporal de análisis 1989-1998, se aprecia que las rentabilidades generadas por las PYMEs españolas están sis-

temáticamente por encima de las que obtienen las grandes empresas. En ese sentido, el gráfico n.º 12 presenta la evolución de la rentabilidad generada por el activo de los tres agregados empresariales analizados. El ciclo expansivo de nuestra economía, iniciado en 1994, se refleja también en la evolución ascendente, a partir de ese año, de la rentabilidad económica generada por las empresas españolas. Si bien, las empresas pequeñas sufrieron más las consecuencias de la caída del ciclo económico que alcanzó su cima en 1993, y menos las de la recuperación de la economía, ya que el aumento de su rentabilidad económica desde ese ejercicio es mucho más moderado que el de las grandes y medianas empresas españolas. La rentabilidad económica de estas últimas incluso ha superado la generada por las pequeñas empresas españolas durante 1998.

GRÁFICO N.º 12
Rentabilidad del Activo Neto (ROI)
 (Resultado Neto Explotación/Activo Total Neto) (datos en %)



Fuente: Elaboración propia a partir de la Central de Balances del Banco de España.

La mayor rentabilidad económica (ROI) generada por las PYMEs les permite que, aunque posean unos costes aparentes de sus recursos ajenos remunerados mayores que los de las grandes (según se presentó en el gráfico

n.º 4), su efecto apalancamiento financiero sea más favorable que para dicho agregado de grandes empresas⁶. A ese respecto, tal y como reflejan los valores mostrados en el cuadro n.º 4, el efecto del mayor endeudamiento para las empresas españolas ha sido desfavorable (apalancamiento reductor) durante el período 1989-1996. Sólo a partir de 1997, y de 1996 para las medianas empresas, ha empezado a ser positivo el efecto apalancamiento financiero, siendo, por tanto, beneficioso un mayor endeudamiento por parte de las empresas para incrementar su rentabilidad financiera⁷. Lo cual ha sido fiel reflejo del período recesivo de la economía española que, por una parte ha perjudicado la rentabilidad de las inversiones de las empresas y por otra, ha incrementado el coste financiero de las deudas de tales empresas. Además, las consecuencias de la crisis económica se reflejaron en mayor medida en las pequeñas empresas, como muestra su mayor efecto apalancamiento negativo de 1993.

CUADRO N.º 4
Apalancamiento financiero (medido como la diferencia entre el coste aparente de sus recursos ajenos remunerados y la rentabilidad económica) (ROI - K_f)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Total empresas pequeñas	-0,4	-3,3	-4,7	-5,5	-6,8	-2,9	-1,7	-1,0	1,6	3,1
Total empresas medianas	-1,8	-4,4	-5,9	-5,9	-6,2	-1,2	-0,3	0,8	2,9	5
Total empresas grandes	-2,6	-4,4	-5,3	-5,7	-5,9	-2,9	-1,8	-0,9	0,6	2,5

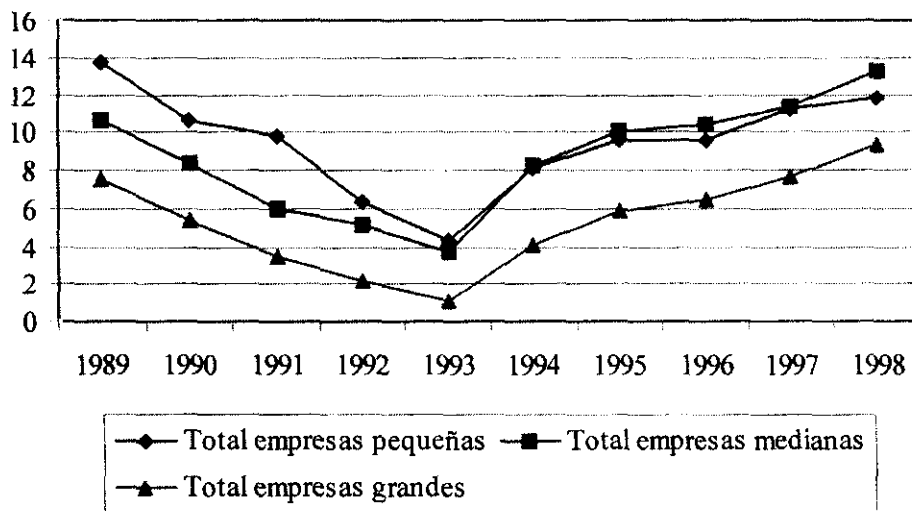
Fuente: Elaboración propia a partir de la Central de Balances del Banco de España.

Precisamente esos efectos apalancamiento más favorables en las PYMES españolas, unidos a sus mayores rentabilidades generadas por sus activos (véase el gráfico n.º 12), hace que su rentabilidad de los recursos propios se sitúe sistemáticamente por encima de la de las grandes empresas en el período objeto de análisis, como muestra el gráfico n.º 13.

⁶ Recuérdese la expresión que refleja el apalancamiento financiero: $\text{Apalancamiento}_f = (\text{ROI} - K_f)$.

⁷ En la expresión que define la rentabilidad financiera: $\text{ROE} = \text{ROI} + (\text{ROI} - K_f) \cdot \text{RA/RP}$; si el margen de la rentabilidad económica sobre el coste de las deudas es positivo, a mayor ratio de endeudamiento (RA/RP), mayor rentabilidad de los recursos propios (ROE).

GRÁFICO N.º 13
Rentabilidad de Recursos Propios (ROE) (datos en %)



Fuente: Elaboración propia a partir de la Central de Balances del Banco de España.

En definitiva, podemos concluir que las PYMEs españolas han venido ofreciendo unos parámetros «rentabilidad-riesgo» mejores que los ofrecidos por las grandes empresas españolas durante el período 1989-1998.

5.3. La relación prima de riesgo-solvencia empresarial

Relacionando los dos principales aspectos tratados en este trabajo —coste aparente de la deuda empresarial y parámetros «rentabilidad-riesgo financiero» de las empresas, según los distintos estratos de tamaño—, se contrasta la hipótesis formulada sobre la inadecuada valoración del riesgo financiero inherente a las PYMEs por parte de las entidades financieras, y por ende, su subjetiva ponderación de la prima de riesgo que cargan a las mismas. Por lo que se produce relación inversa entre la prima de riesgo incorporada al coste del crédito aparente para las empresas y su solvencia financiera.

Por tanto, existen imperfecciones en el sistema financiero, en cuanto a la «sobreevaluación» del riesgo empresarial de las PYMEs españolas, que sufren las consecuencias de las asimetrías informativas que las entidades

financieras tienen sobre la calidad crediticia de las grandes y medianas empresas prestatarias. De hecho, la relativamente «elevada» prima de riesgo que las entidades financieras cargan al coste del crédito a las PYMEs españolas compensa los mayores costes de información sobre su calidad crediticia y de supervisión del cumplimiento de las condiciones de los créditos.

6. CONCLUSIONES

Sobre la base de la información empresarial disponible en la Central de Balances del Banco de España, que presenta información de las empresas españolas desagregada en tres estratos de tamaño, y la Base del Proyecto BACH para realizar las oportunas comparaciones internacionales entre las empresas de distinta dimensión, el presente artículo detecta diferencias en la estructura y coste de la financiación de las empresas en función de su tamaño. Entre otras conclusiones, destaca el hecho de que el crédito bancario, y en especial a corto plazo, constituya la principal fuente de financiación externa para las PYMEs españolas. Además, esas diferentes pautas estructurales financieras de las empresas según su dimensión se producen también en el ámbito internacional.

El coste financiero aparente de las empresas españolas incorpora una prima de riesgo inversamente proporcional al tamaño de las mismas. En consecuencia, las PYMEs españolas sufren un diferencial superior en el coste de su financiación al que las entidades de depósito cargan a las grandes empresas.

Por otra parte, cuando se evalúan los parámetros de rentabilidad y riesgo de las empresas españolas, se detecta que las PYMEs españolas han venido ofreciendo unas posiciones de riesgo, a corto y largo plazo, y unas rentabilidades, económica y financiera, mejores que los propios de las grandes empresas durante el período 1989-1998.

Por tanto, el coste aparente de la deuda empresarial que aplican las entidades de depósito a las empresas según su diferente dimensión no se corresponde con sus distintos parámetros «rentabilidad-riesgo financiero». En definitiva, se produce una inadecuada valoración del riesgo financiero inherente a las PYMEs por parte de las entidades financieras, y por ende, una ponderación subjetiva de la prima de riesgo que cargan a las mismas. Por lo que se produce relación inversa entre la prima de riesgo incorporada al coste del crédito aparente para las empresas y su solvencia financiera.

En suma, las asimetrías informativas existentes en el mercado del crédito bancario, entre las grandes y pequeñas empresas españolas, reflejan imperfecciones en relación con la valoración del riesgo financiero empresarial, derivadas de los problemas de selección adversa y riesgo moral. Las peque-

ñas y medianas soportan una prima de riesgo superior a la que, según su clase de riesgo derivado de su solvencia y su nivel de rentabilidad, les correspondería.

Los efectos de esas imperfecciones en cuanto que suponen unos mayores costes aparentes de los recursos remunerados para las PYMEs, resultan evidentes. En primer término, perjudican su competitividad ya que tienen que cubrir unos mayores costes de su financiación, llegando incluso, en ocasiones, a poner en peligro la propia supervivencia de la empresa. En segundo lugar, inciden en el efecto apalancamiento financiero derivado del endeudamiento de las empresas, ya que para que dicho apalancamiento sea favorable, las empresas deben generar rentabilidades económicas suficientemente elevadas para poder cubrir esos mayores costes de las deudas. En caso contrario, el efecto apalancamiento será negativo y a mayor endeudamiento las empresas obtendrán menores rentabilidades para sus accionistas.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BARNEY, J. (1991): «Firm resources and sustained competitive advantage», *Journal of Management*, vol. 17, n. 1, pp. 99-120.
- BERGER, A.N. y UDELL, G.F. (1995): «Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance», *Journal of Business*, Vol. 68, n. 3, pp. 351-381.
- CRESSY, R. y OLOFSSON, C. (1997): «European SME Financing: An overview», *Small Business Economics*, n. 9, pp. 87-96.
- COOL, K. y SCHENDEL, D. (1988): «Performance differences among strategic group members», *Strategic Management Journal*, vol. 9, n. 3, pp. 207-224.
- CAMINAL, R. (1995): «El papel de las restricciones de crédito y las políticas públicas en la financiación de la pequeña y mediana empresa», *Papeles de Economía Española*, n. 65, pp. 224-234.
- FERNÁNDEZ, A. I. (dir.) (1994): *Introducción a las finanzas*, Civitas, Madrid.
- GARCÍA ECHEVARRÍA, S. (1989): *El reto empresarial español. La empresa española y su competitividad*, Díaz de Santos, Madrid.
- HASEN, G.S. y WERNERFELT, B. (1989), «Determinants of firm performance: The relative importance of economic and organizational factors», *Strategic Management Journal*, n. 10, pp. 399-411.
- IM-D (2000): *The World Competitiveness Yearbook 1999*.
- MELLE, M. (1996): «Coste aparente del crédito y dimensión empresarial». *Actas del X Congreso Nacional AEDEM 96, La empresa en una economía globalizada: retos y cambios*, Granada, Junio 1996, pp. 773-784.
- MAROTO, J.A. (1995), «La estructura económico-financiera de las PYMEs españolas y sus fuentes de financiación», en *Informe Anual. La pequeña y mediana empresa en España. 1995*, IMPI, pp. 93-142.

- (1994), «Los factores financieros y la competitividad de la economía española», *Cuadernos de Información Económica*, n. 90, sept., pp. 143-151.
- (1993,a): «La situación económico-financiera de las empresas españolas y la competitividad», *Economía Industrial*, n. 291, may.-jun., pp. 89-106.
- (1993,b): «La financiación empresarial y el sistema financiero», *Economía Industrial*, n. 293, sept.-oct., pp. 77-88.
- MARTÍN RODRÍGUEZ, M. (1995): «El sistema financiero y la financiación de las PYMEs», *Papeles de Economía Española*, n. 65, pp. 23 5-240.
- MILGROM, P. y ROBERTS, J. (1993): *Economía, Organización y gestión de la empresa*, Ariel Economía, Barcelona.
- PENROSE, E.T. (1959): *The theory of the growth of the firm*, Basil Blackwell, Londres. Traducción en 1962, *Teoría del crecimiento de la empresa*, Aguilar, Madrid.
- RUMELT, R. P. (1991): «How much does industry matter», *Strategic Management Journal*, vol. 12, n. 3, pp. 167-185.
- (1984), «Towards a strategy theory of the firm», pp. 556-570 en R. Lamb (ed.), *Competitive strategic management*, Prentice Hall, Englewoods Cliffs, N. J.
- SCUERER, F. M. (1980), *Industrial Market Structure and Economic Performance*, 2.^a ed., Rand McNally, Chicago, IL.
- WORLD ECONOMIC FORUM (2000): *The Global Competitiveness Report 1999*.