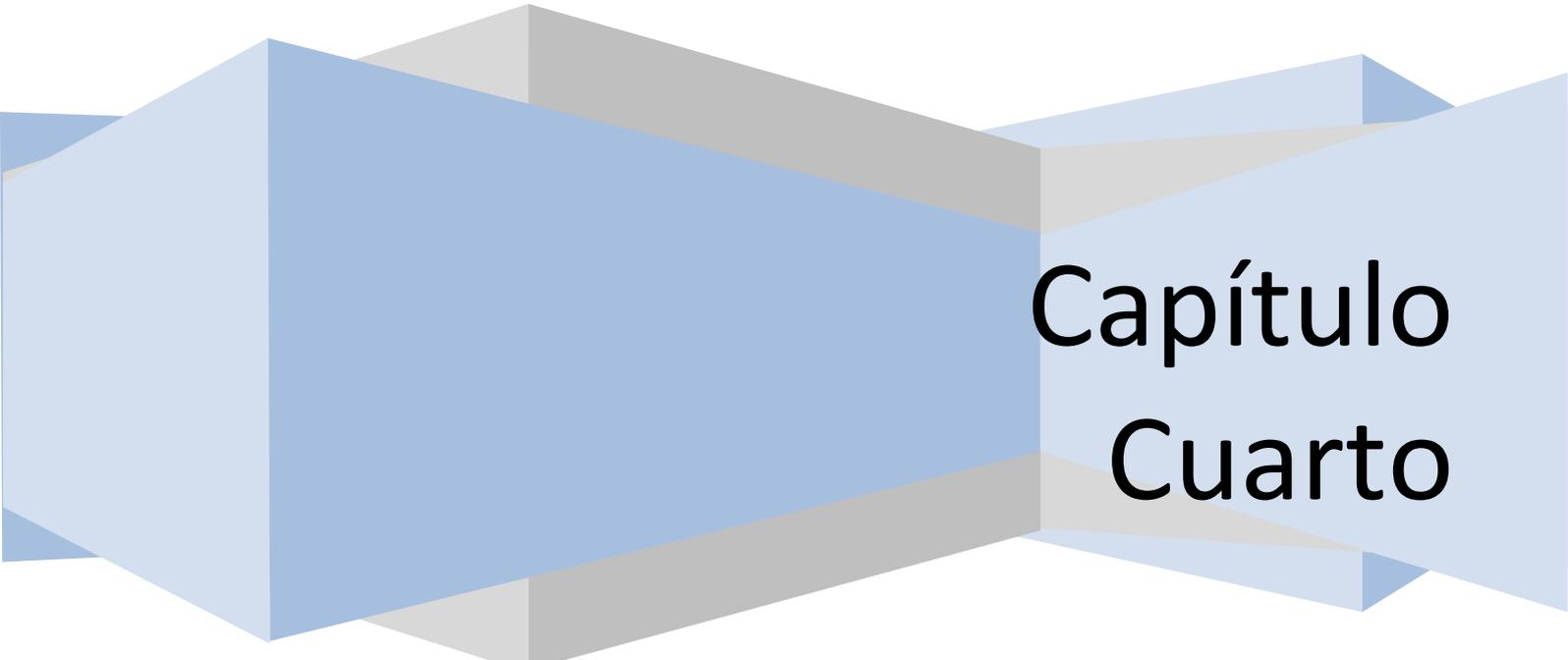


Análisis de comportamientos y eficiencia de empresas de reciente creación y emprendedores, 2000-2006

“Europa necesita fomentar el dinamismo empresarial de un modo más eficaz. Necesita más negocios nuevos y prósperos que deseen beneficiarse de la apertura del mercado y embarcarse en empresas creativas o innovadoras de explotación comercial a mayor escala. El acceso a la financiación, indispensable para el crecimiento, supone para muchas Pymes dificultades derivadas del subdesarrollo del mercado de capitales y de la tendencia creciente de los bancos a evitar préstamos arriesgados”. Libro Verde. El espíritu empresarial en Europa. (2003:4,21).

“Desconfíe de las empresas que crecen entre un 50% y un 100% anual” Peter Lynch.



Capítulo Cuarto

4. “Análisis de comportamientos y eficiencia de empresas de reciente creación y emprendedores, 2000-2006”

1. Estructura del capítulo: Planteamiento, objetivos y hipótesis parciales.

El objetivo principal de la investigación es analizar si las políticas de apoyo financiero a las empresas de nueva constitución resultan eficientes. Para la medición de esta eficiencia se establece como hipótesis que una empresa será eficiente si consigue mejorar sus desempeños empresariales, concretamente a través de las medidas de rentabilidad y productividad del trabajo. Para contrastarlo se plantean los siguientes objetivos parciales:

1. Determinar la existencia de diferencias entre los comportamientos de los seis colectivos de empresas seleccionadas (ICO, CERSA CRUCE, AUTO, FILAP y CONTROL), así como analizar las diferencias que se producen según tamaño empresarial de las Pyme (micro, pequeñas y medianas), sector de actividad (agrario, extractivas, manufacturas tradicional, manufactura intermedia, construcción, comercio y servicios no comerciales) y localización territorial (Madrid, Centro, Este, Sur, Noreste y Noroeste), respecto a los distintos ratios de desempeño empresarial y financiero.
2. Cuantificar las diferencias que existen en las variables de eficiencia entre los seis grupos considerados para poder establecer conclusiones sobre el aprovechamiento de las Pyme de reciente creación que han sido beneficiadas por alguno o varios apoyos financieros públicos, esto es, la obtención de financiación del ICO y los avales de sociedades de garantía recíproca.
3. Analizar los factores explicativos del comportamiento de las variables de eficiencia empresarial elegidas (rentabilidad y productividad), para así obtener un nuevo conjunto de variables significativas que permita la elaboración de un posterior modelo econométrico.
4. Analizar las posibles alternativas para garantizar el crecimiento y desarrollo de las empresas que han conseguido consolidarse en el mercado. Concretamente las soluciones aportadas por los mercados alternativos bursátiles para las Pyme y los procesos de fusión y adquisición de empresas.

A partir de estos objetivos la secuencia de contenidos a desarrollar en el presente capítulo se sintetiza en el esquema 4.1, que agrupa las cuatro secciones principales del capítulo: 1) análisis individualizado de los diferentes ratios económico-financiero, 2) análisis de componentes principales, 3) análisis causal y de sensibilidad de los factores explicativos de las variables de eficiencia y 4) análisis de la eficiencia de los mercados alternativos bursátiles extranjeros y de los procesos de fusión y adquisición realizados por Pymes españolas.

El primer análisis presenta la evolución de la rentabilidad económica y financiera, así como sus componentes: el margen de beneficios y la rotación de activos para la rentabilidad económica, así como el apalancamiento financiero, las cargas financieras y el efecto fiscal para la rentabilidad financiera. Seguidamente se presenta la evolución de la productividad por trabajador durante el

periodo objeto de estudio. Los resultados se exponen diferenciando los resultados gráficamente de cada uno de los grupos de estudio establecidos en el capítulo tercero (ICO, CERSA, AUTO, CRUCE, FILAP, y CONTROL). Para verificar los resultados obtenidos de la apreciación visual se aplican los contrastes estadísticos a objeto de determinar si existen diferencias de medias entre los grupos considerados y, en caso de que existan, determinar que grupos son los que presentan comportamientos disímiles. Los análisis se realizan no sólo en función de la pertenencia a un grupo determinado, sino también en función del tamaño empresarial, el sector de actividad y la localización geográfica de las empresas. Los resultados de los estadísticos y de los diferentes contrastes se detallan en las fichas que se presentan en el anexo 2.

Esquema 4.1. Mapa conceptual secuencial de los contenidos del capítulo cuarto.



Fuente: Elaboración propia.

En segundo lugar, se analizan el resto de indicadores económico-financieros (gestión del capital corriente, indicadores de solvencia-liquidez e indicadores de generación de flujos de caja) para determinar su relación e impacto sobre los desempeños empresariales. Concretamente, para analizar la significatividad y el poder explicativo del resto de indicadores de la empresa sobre las diferentes rentabilidades y la productividad se realiza un análisis de componentes principales o factorial. Finalmente, con los principales factores explicativos de los desempeños empresariales se realiza un análisis econométrico, mediante un análisis de regresión y la introducción de variables “*dummies*” que permitan medir el impacto sobre los desempeños de las variables de clasificación sectorial y territorial.

En tercer lugar, para la valoración de las alternativas del mercado bursátil se realiza un análisis descriptivo y comparativo, en términos de eficiencia, de los actuales mercados existentes (*AIM* y *Alternext*), y se propondrá un colectivo de Pymes españolas que cumplan con reúnan los requisitos exigidos para poder cotizar en el MAB. Finalmente, para los procesos de F&A se realiza un análisis

estadístico y gráfico, que mida el comportamiento experimentada por los principales indicadores económico-financiero de las empresas que se han fusionado, justamente antes y después del proceso. El objetivo de esta análisis es poder determinar el impacto y las consecuencias de los procesos de F&A sobre los resultados de las empresas implicadas.

2 Resultados y análisis de la eficiencia de las empresas de reciente creación.

En este apartado se realiza el análisis gráfico y estadístico de las variables de desempeño empresarial, establecidas como hipótesis central para medir la eficiencia de los apoyos públicos a la financiación. Como se indicó en el capítulo metodológico, la forma de medir la adicionalidad supone el establecimiento de una hipótesis nula de “*no existencia de apoyos financieros públicos*” para contrastar el efecto positivo o negativo de la adicionalidad (Urzay:2001:297). De esta forma, el método de análisis contrafactual empleado compara los resultados de las empresas con apoyos públicos con un grupo que no ha recibido ningún tipo de ayuda financiera (denominado CONTROL), así como con otros grupos de comportamientos extremos: los que se autofinancian (AUTO) y los que se financian exclusivamente con financiación a largo plazo (FILAP), ambos sin recurrir a sistemas públicos.

Sin embargo, hay que reconocer que las variaciones que se pongan de manifiesto entre los distintos grupos objeto de análisis no sólo serán debidas al impacto de las políticas públicas, sino a toda una serie de variables endógenas de cada empresa, como su capacidad tecnológica, estructura organizativa y especialmente el aprovechamiento de su capacidad cognitiva en el día a día de la empresa, y variables exógenas, difícilmente eliminables en cualquier modelo o análisis.

La composición de los siguientes apartados se estructura de la siguiente manera:

- a) Se realiza un análisis sobre la evolución gráfica de la ratio del conjunto de las empresas.
- b) Seguidamente se analiza la tendencia que experimenta las empresas atendiendo al tipo de financiación que han elegido en su momento constitutivo.
- c) Mediante los contrastes estadísticos de verificación se analiza si las diferencias son de carácter significativo, en especial, comparando las empresas que han recibido apoyos públicos con el grupo de control. Estadísticamente se comprueba si las diferencias se producen por la pertenencia de las empresas a distintos tamaños empresariales, sectores de actividad o por localización geográfica. No obstante, solo se incidirá en estos últimos análisis cuando las diferencias sean realmente significativas.

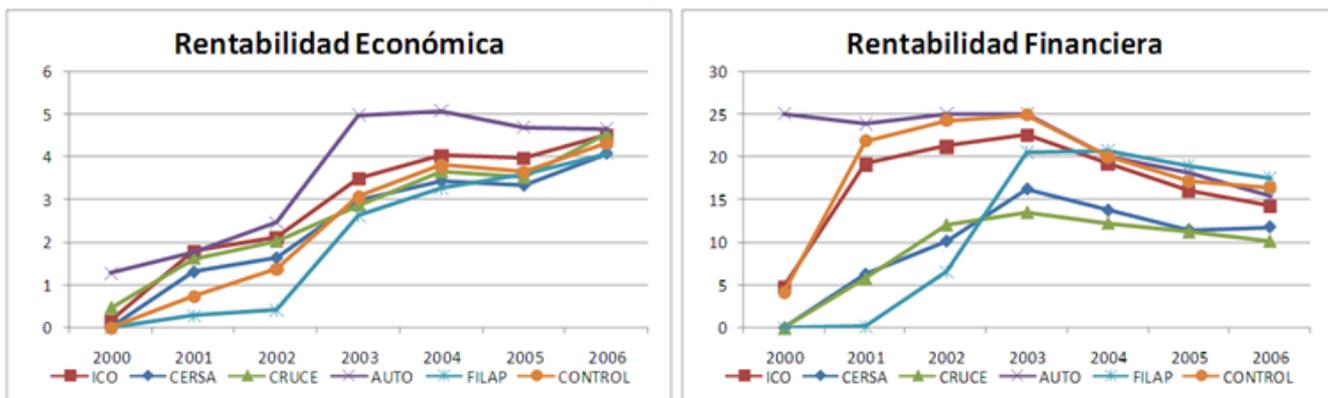
No obstante, al analizar los gráficos, una primera observación es la heterogeneidad presente durante los tres primeros años de la serie temporal. Esta circunstancia se asocia a la variabilidad de los importes contables consignados en la fase de constitución de la empresa, siendo preciso superar los primeros años para conocer la verdadera tendencia de los indicadores.

2.1 Análisis de comportamientos empresariales: eficiencia en los resultados.

El análisis de las ratios de eficiencia empresarial (rentabilidad económica, financiera y productividad) y de generación de recursos líquidos (EBITDA/Activo y EBITDA/Cifra de negocios) se realizará conjuntamente con las ratios en que se pueden descomponer.

El ciclo de vida de la empresa incide en el valor de la rentabilidad financiera. Así, durante los primeros cuatro años de aventura empresarial es cuando se produce la mayor optimización de los fondos propios. Transcurrido este periodo todos los grupos considerados presentan una tendencia decreciente que se estabiliza en torno a una rentabilidad del 15 por ciento. Por el contrario, la rentabilidad económica, independiente de la estructura de financiación elegida por la empresa, muestra un comportamiento opuesto al de la rentabilidad financiera, al incrementar de manera paulatina su eficiencia económica aprovechando la fase expansiva en la que se encontraba la economía española durante el periodo temporal considerado, así como por la progresiva adaptación de la estructura productiva de la empresa a sus niveles de ventas y consumos de recursos. Ambos indicadores se muestran en el gráfico 4.1.

Gráfico 4.1. Ratios de eficiencia empresarial: Rentabilidad económica y financiera.



Fuente: Elaboración propia, base datos ICO, CERSA y SABI.

Por tanto, el proceso de aprendizaje que va adquiriendo el empresario en la gestión de sus recursos influye de manera positiva en la evolución de la rentabilidad económica, por la reducción de los costes operativos y la consolidación de su demanda comercial, y de manera negativa en la rentabilidad financiera, dado el menor nivel de riesgo de fracaso de la empresa a medida que esta se consolida y asegura en el mercado. Un análisis sobre la supervivencia y la mortalidad de los diferentes grupos (Tabla 4.1) manifiesta como las empresas que han obtenido una ayuda de carácter público logran mantenerse activas por más tiempo que las empresas del grupo de CONTROL. Los apoyos no deben limitarse a introducir al empresario en el complejo mercado, sino intentar garantizar su supervivencia durante su fase de expansión y desarrollo (De la Cueva y Salazar, 2004:15-18). Por contra, las empresas que se autofinancian son las que cuentan con la menor tasa de mortalidad o riesgo, habiendo desaparecido solo una por cada cien en sus primeros años de vida. Esta situación parece reforzar la hipótesis de que las empresas que se autofinancian lo hacen

porque no necesitan fondos ajenos a largo plazo para llevar a cabo sus proyectos, y no porque no tengan acceso a estas fuentes de financiación. No obstante, estos buenos resultados deben entenderse dentro del periodo expansivo 2000-2006.

Tabla 4.1 Tasa de riesgo de las empresas según modalidad de financiación, periodo 2000-2006.

	Muestra	Supervivientes	Inactivas	Tasa supervivencia	Tasa de fracaso
ICO	10.018	9.531	487	95,14%	4,86%
CERSA	2.218	2.087	131	94,09%	5,91%
CRUCE	279	264	15	94,62%	5,38%
AUTO	3.291	3.251	40	98,78%	1,22%
FILAP	1.720	1.665	55	96,80%	3,20%
CONTROL	7.516	7.063	453	93,97%	6,03%

Fuente: Elaboración propia, base datos SABI.

2.1.1. Rentabilidad económica: Resultados y componentes.

Los test estadísticos ponen de manifiesto la existencia de diferencias significativas entre las empresas de ICO y el resto de grupos, salvo con CRUCE que mantiene una evolución similar. Durante todo el periodo de estudio las empresas de ICO mantienen unos niveles de rentabilidad económica por encima del CONTROL, aprovechando eficientemente los recursos públicos obtenidos. Por su parte, las empresas de CERSA presentan durante la primera parte del periodo tasas superiores al CONTROL, aunque a partir de 2004 experimentan un decremento de la rentabilidad que la sitúa levemente por debajo del CONTROL. Por tanto, la rentabilidad de las empresas que acuden a la financiación ajena al largo plazo mediante el sistema de avales no experimenta un efecto positivo a largo plazo, aunque sí durante los años iniciales permitiendo así la supervivencia y adaptación de estas empresas al mercado.

Las empresas de AUTO presentan un comportamiento totalmente diferenciado del resto de grupos. La rentabilidad es más alta en todos los años considerados y converge al final de la serie en el mismo nivel que el resto de los grupos. Una de las partidas contables que permite explicar este comportamiento es el escaso peso de los gastos financieros, sin embargo, la falta de recursos ajenos a largo frena su capacidad de crecimiento a futuro. FILAP parte de las tasas más bajas de rentabilidad pero consigue converger con el resto de grupos al final del periodo y mantiene una evolución similar a las empresas de CERSA, CRUCE y CONTROL. En el cuadro 4.1 se presenta los contrastes utilizados así como una breve nota explicativa de la forma en que se interpretan.

Estadísticamente se confirma una relación directa respecto al tamaño empresarial. Las microempresas muestran peores desempeños económicos respecto a pequeñas y medianas empresas. Estas diferencias son significativamente grandes, los valores de las pequeñas duplican y las de las medianas triplican a las de las microempresas. Estas diferencias pueden derivarse del mejor aprovechamiento de las economías de escala y el mayor poder de negociación que consiguen las empresas de mayor dimensión o a la mayor flexibilidad y adaptabilidad de las Pyme (Harvey *et al.*,1992:356; Sánchez y García;2003:171-175). En el capítulo metodológico se especificó que los

análisis se realizan utilizando el estadístico de posición mediana, sin embargo, si se utiliza el estadístico central media las diferencias detectadas son aún mayores al presentar las empresas de menor dimensión en sus primeros años de vida rentabilidades de signo negativo. Por el contrario, no se aprecian diferencias significativas en las empresas de mayor dimensión. Las evidencias empíricas realizadas por otros investigadores muestran resultados heterogéneos, aunque con cierto consenso en torno a esa relación directa de la rentabilidad con el tamaño (González *et al.*,2002:399; Sánchez y Bernabé,2002:109)

Cuadro 4.1 Comparación de las diferencias existentes según el tipo de financiación recibida.

El contraste de Kruskal-Wallis informa de que hay diferencias de medias entre los grupos, pero no específica cuales presentan un comportamiento diferenciado. Para identificarlos es necesario realizar un análisis ANOVA. Para su aplicación este análisis precisa el establecimiento de las hipótesis de normalidad de la variable (medida a través del contraste de Kolmogorov-Smirnov) y la homogeneidad de las varianzas (test de Levené). En caso de que se rechacen tales hipótesis el ANOVA se corrige con la prueba de Brown-Forsythe y la prueba de Tamhane.

La prueba de Tamhane considera que la diferencia entre las medias es significativa a un nivel del 5%. Por tanto, en el caso de que la significación sea superior al 5% puede afirmarse que los pares de valores que superen este nivel forman un grupo homogéneo y, por el contrario, aquellos que no lo superen son grupos con un comportamiento diferenciado. En este caso, la tabla resumen que se anexa indica como las empresas de ICO presentan un comportamiento diferenciado con el resto de grupos, salvo con CRUCE con el que define un grupo homogéneo. Por su parte, AUTO es un grupo totalmente diferenciado, mientras que FILAP, CONTROL y CERSA forman un segundo grupo homogéneo distinto de los anteriores grupos.

Significación estadística	Kruskal-Wallis	Kolmogorov	ANOVA	Levene	Brown-Forsythe
	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Prueba de comparaciones múltiples según el tipo de financiación (Tamhane)					
Grupos	CERSA	CRUCE	AUTO	FILAP	CONTROL
ICO	0,010	1,000	0,000	0,005	0,008
CERSA		0,997	0,000	1,000	1,000
CRUCE			0,021	1,000	1,000
AUTO				0,000	0,000
FILAP					1,000
La diferencia entre las medias es significativa al nivel del 5%.					

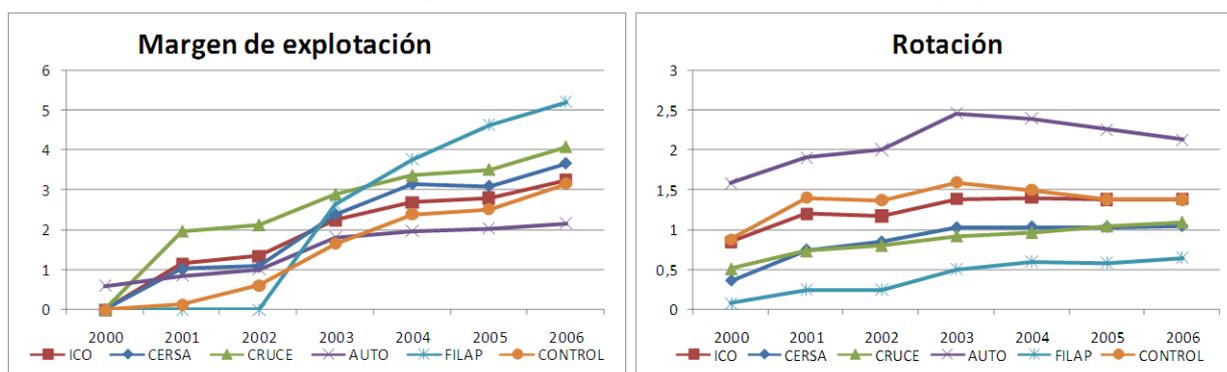
Fuente: Elaboración propia.

Sectorialmente también se producen diferencias significativas. Las empresas de la construcción son las que ofrecen una mayor rentabilidad durante todo el periodo, exhibiendo un comportamiento diferenciado del resto de sectores. Seguidamente se posicionan las empresas manufactureras y las del sector extractivo, energético y agua. Estas últimas se han visto beneficiadas por la definitiva liberalización producida en el sector energético y la entrada de nuevas empresas con capital extranjero. Finalmente, se sitúan las empresas agrarias y los servicios, en especial las telecomunicaciones por la desaceleración producida en la contratación de banda ancha y los menores ingresos medios de la telefonía móvil (Informe DBK,2009). Por tanto, el sector de actividad se configura como un elemento explicativo de las diferencias de rendimientos (González *et al.*; 2000:924-926).

Por localización geográfica las empresas de Madrid son las que presentan las menores tasas de rentabilidad económica, debido al mayor dinamismo empresarial de la capital no sólo en términos de constitución de empresas sino también por la mortalidad y cierre de empresas (DIRCE 1998-2008). Por el contrario, las empresas del Este alcanzan mejores desempeños. Ambas regiones muestran comportamientos diferenciados del resto de localizaciones geográficas, en las que apenas se producen diferencias significativas.

La forma en la que puede incrementarse la rentabilidad económica es a través de una adecuada utilización de la estructura técnico-económica de la empresa, mediante una reducción de los costes de explotación y un incremento de la cifra de ventas, con la ayuda de las técnicas del marketing y una correcta planificación estratégica interna y del entorno competitivo. Estos factores son los que componen la rentabilidad económica, esto es, el margen de explotación y la rotación del activo (Gráfico 4.2). El margen de explotación indica el porcentaje de las ventas que se transforma en beneficios. La rotación proporciona información de las veces que puede renovarse la estructura técnica de la empresa a través de las ventas del periodo y mide el grado de efectividad logrado en la gestión del capital.

Gráfico 4.2. Ratios explicativos de la rentabilidad económica: margen y rotación.



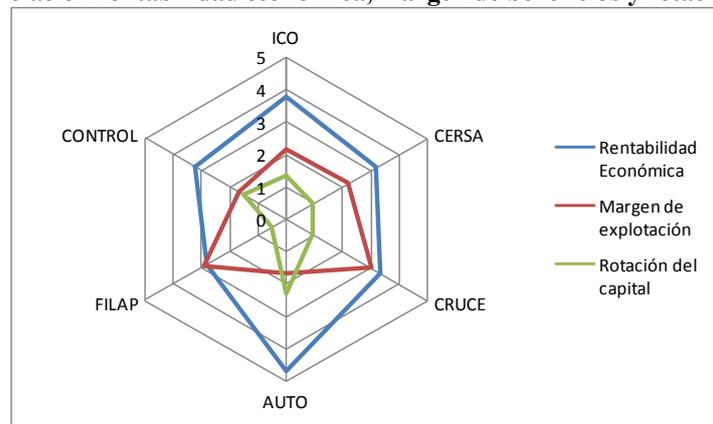
Fuente: Elaboración propia, base datos ICO, CERSA y SABI.

En relación a los grupos considerados, las empresas de CRUCE son las que consiguen en mayor medida transformar sus ventas en beneficios operativos seguidas de CERSA e ICO. Por debajo se encuentran las empresas de AUTO y CONTROL. Sin embargo, respecto a la rotación del activo la ordenación de los grupos se invierte, siendo las empresas de AUTO las que de forma más intensa utilizan sus activos, a diferencia de las empresas que reciben apoyos de carácter público.

El gráfico 4.3 permite analizar las interdependencias que se producen entre la rentabilidad económica y sus componentes. La rentabilidad de AUTO viene explicada de forma exclusiva por la alta rotación de sus activos y apenas por el margen de beneficios. Su entramado empresarial formado por empresas comerciales y de servicios (el 68% del total de la muestra) con una relativamente baja inversión en activos tangibles y una elevada proporción de activos arrendados (*leasing* sobre instalaciones y inmuebles productivos) y de existencias comerciales justifica su

reducido margen de beneficios. No obstante, la evolución temporal marca una tendencia decreciente de la rotación y constante de sus márgenes, con la consecuencia inmediata de un empeoramiento de su rendimiento económico que sólo podrá mantener si se toman medidas de crecimiento y de renovación de sus activos, posiblemente a través de la captación de fondos ajenos. Por su parte, las empresas de FILAP, pese a conseguir los márgenes de explotación más altos, pasados los primeros años de actividad empresarial no consiguen mantener la rentabilidad económica por su escasa rotación de activos. La composición sectorial de este grupo, con un predominio de los sectores de uso intensivo de capital como las manufacturas, con grandes inversiones de carácter duradero, limitan la utilización eficiente de sus medios de producción y obliga a los gestores empresariales a obtener altos márgenes de beneficios. Este comportamiento de altos márgenes de beneficio y baja rotación se aprecia también en los grupos de CERSA y CRUCE (compuestas por un 22,3% y un 32,6% por empresas extractivas y manufactureras, respectivamente).

Gráfico 4.3 **Relación rentabilidad económica, margen de beneficios y rotación del capital.**



Fuente: Elaboración propia. Base SABI 2008.

Por tanto, el efecto de las ayudas concedidas para la creación de empresas por las administraciones públicas supone la entrada de un elevado número de empresarios por encima del nivel de la tasa de empresarialidad de equilibrio de un país (Belso,2005:145-152) provocando una reducción de los márgenes de actividad por el incremento de la competencia, así como, por la incapacidad del mercado de absorber eficientemente a los nuevos empresarios (Mata, 1996:1306; Pablo,2004:218), manteniendo a aquellas que muestren una mejor comportamiento económico. Las empresas supervivientes experimentan un incremento del margen de explotación conforme van acumulando conocimientos y experiencia en la gestión empresarial, posibilitando a su vez su expansión a través de los fondos generados internamente (González y Correa, 1998:547-549).

Por tamaños empresariales existen diferencias significativas en relación al margen de explotación. A mayor tamaño empresarial más elevado es el margen de explotación obtenido. Por el contrario, no se aprecian apenas diferencias respecto a la rotación del activo. Sectorialmente, existen diferencias significativas. Las extractivas consiguen los mejores márgenes de explotación pero con

un peor aprovechamiento de sus activos, mientras que las empresas del comercio y servicios presentan un comportamiento inverso diferenciado del resto de sectores (Cuadro 4.2). Regionalmente, las empresas de Madrid y las del Noroeste son las que muestran un comportamiento estadísticamente diferente al resto de regiones.

Cuadro 4.2. Comparación de las diferencias existentes en el margen según el sector de actividad.

Significación estadística	Kruskal-Wallis	Kolmogorov	ANOVA	Levene	Brown-Forsthe	
	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	
Prueba de comparaciones múltiples según el tipo de financiación (Tamhane)						
Grupos	Extractivas	Man. Trad.	Man. Inter.	Construcción	Comercio	Servicios
Agrario	0,251	0,997	1,000	1,000	0,000	0,057
Extractivas		0,024	0,480	0,038	0,000	0,001
Man. Trad.			0,099	1,000	0,000	0,001
Man. Inter.				0,222	0,000	0,000
Construcción					0,000	0,000
Comercio						0,000

La diferencia entre las medias es significativa al nivel del 5%

Fuente: Elaboración propia.

2.1.2 Rentabilidad financiera: Resultados y componentes.

La concentración de la figura del gestor y propietario en una única persona dentro del colectivo de las Pymes convierte a la rentabilidad financiera en una de las variables más relevantes para evaluar la iniciativa emprendedora. Este ratio suministra información del excedente disponible para el empresario una vez deducidos el pago de impuestos y cargas financieras, es decir, la ganancia que obtiene derivada de su asunción de riesgos y la gestión de sus recursos.

Las empresas que menor retribución conceden a sus fondos propios son las que han recibido avales para su financiación (CERSA y CRUCE) a diferencia de las empresas de ICO y CONTROL que mantienen los niveles más altos. Entre ambas opciones se encuentra las empresas que se financian con medidas extremas (AUTO y FILAP). No obstante, todos los grupos considerados convergen hacia una reducción del excedente por unidad monetaria invertida a medida que se van consolidando. Las causas de esta reducción pueden encontrarse en la supervivencia de la empresa, el menor riesgo de quiebra y por la acumulación de autofinanciación conseguida. Los contrastes estadísticos aplicados que consideran los diferentes grupos verifican la representación gráfica (cuadro 4.3 y gráfico 4.6).

Hasta el año 2003, momento en que se produce una reducción de los tipos de interés¹, son las empresas de AUTO las que mantienen una alta rentabilidad financiera. Pese a contar con la mayor proporción de recursos propios, la inexistencia de gastos financieros les permite obtener una mayor retribución a sus propietarios. Sin embargo, esa tendencia disminuye rápidamente posiblemente por la falta de recursos que les permita acometer nuevos proyectos rentables y por no aprovechar el efecto expansivo del apalancamiento financiero. Por el contrario, las empresas que acuden de

¹ El Euríbor medio anual paso del 3.49% en el año 2002 al 2.34% durante el año 2003.

forma directa a la financiación a largo plazo (FILAP) ofrecen la menor rentabilidad financiera por el mayor gasto financiero que deben acometer en sus inicios, que merma los buenos márgenes obtenidos en la gestión. Sin embargo, en el año 2003, aprovechando los menores tipos bancarios, se produce una mejora considerable respecto al resto de grupos, que la sitúa al final del periodo por encima del resto.

Por su parte, todas las empresas que reciben ayudas financieras se encuentran por debajo de los niveles de las empresas del CONTROL, convergiendo paulatinamente hacia sus rendimientos. Esta mejora de la rentabilidad contribuye a explicar la necesidad de las ayudas financieras a las empresas que cuentan con menores capacidades para obtener la financiación a largo plazo directamente.

Cuadro 4.3. Comparación de las diferencias existentes en la rentabilidad financiera por grupos.

Significación estadística	Kruskal-Wallis	Kolmogorov	ANOVA	Levene	Brown-Forsythe
	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Prueba de comparaciones múltiples según el tipo de financiación (Tamhane)					
Grupos	CERSA	CRUCE	AUTO	FILAP	CONTROL
ICO	0,000	0,000	0,036	0,000	0,001
CERSA		0,515	0,010	1,000	0,000
CRUCE			0,007	0,254	0,000
AUTO				0,269	0,000
FILAP					0,000

La diferencia entre las medias es significativa al nivel del 5%

Fuente: Elaboración propia.

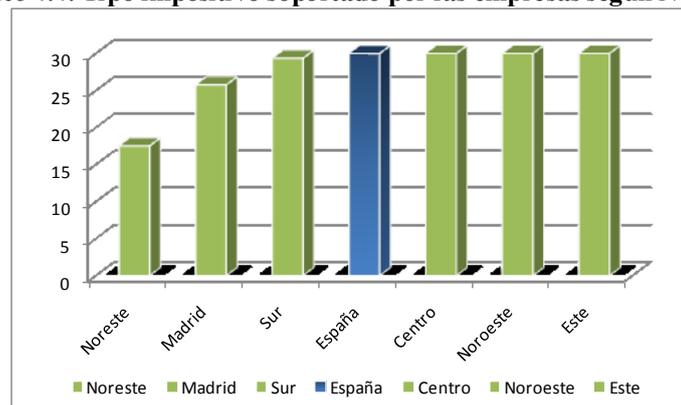
Por tamaño empresarial apenas hay diferencias. Sólo se producen diferencias significativas al comparar las pequeñas y las microempresas, que ofrecen resultados superiores a las medianas empresa. Sectorialmente, los estadísticos establecen tres grupos diferenciados: por un lado las constructoras –por el intervalo superior de la ratio- y de otro las empresas agrarias, extractivas y la industria, que pueden considerarse conjuntamente en tanto que son independientes del resto de sectores, y ocupan los valores inferiores de la ratio. También pueden agruparse por su comportamiento diferenciado las ramas de comercio y servicios. Por regiones NUTS-1, también es posible establecer tres grupos significativos y con comportamientos diferenciados: las regiones con los valores más altos de la ratio son Madrid y SUR, el segundo grupo lo integra Este y el tercer grupo con comportamientos similares entre ellos pero diferentes al resto de localizaciones lo integran las regiones de Noroeste, Noreste y Centro con los valores más bajo de la ratio.

La rentabilidad financiera también puede ser analizada a través de los componentes que la determinan. Estos son la rentabilidad económica, el efecto fiscal y el apalancamiento financiero. A su vez, el apalancamiento financiero se obtiene del producto de las cargas financieras [Resultado antes de impuestos / (Resultado antes de impuestos + gastos financieros)] y la ratio activo total entre patrimonio neto. La relación entre ambos se presenta en el citado gráfico 4.6.

El **efecto fiscal**, medido por el cociente entre el resultado neto y resultado antes de impuestos, se encuentra condicionado por la consideración de gasto deducible de los gastos financieros y por las ventajas fiscales asociadas al tamaño de las empresas (el artículo 114 de la ley 35/2006 establece un tipo de gravamen mas recudido para empresas con una cifra de negocios inferior a 120.000€). Todos los grupos considerados soportan una carga fiscal cercana al 30%, cifra a la que convergen conforme adquieren mayor antigüedad. Este tipo impositivo manifiesta la falta de relación de las deducciones fiscales actuales (deducciones por actividades de I+D, por formación de personal, por actividades exportadoras) con los políticas de desarrollo y crecimiento seguidas por las Pymes españolas, con escasas inversiones en actividades innovadoras y escasa presencia internacional –los resultados de la encuesta a empresarios del capítulo quinto evidencian estas pautas de comportamiento-. Las empresas de FILAP, por su fuerte endeudamiento, soportan los mayores gastos financieros al inicio de la actividad beneficiándose de una menor carga fiscal. Por su parte, las empresas que perciben ayudas públicas presentan un mayor tipo impositivo que el CONTROL. Esto justifica la necesidad de establecer mecanismos de deducción fiscal que incentiven a las empresas con problemas de acceso a la financiación que sean complementarios a las medidas que facilitan su acceso al crédito.

Estadísticamente AUTO es la única que mantiene un comportamiento claramente diferenciado respecto del resto del grupo. Por tamaño empresarial, las micro y las pequeñas empresas presentan comportamientos diferenciados entre ellas pero no con las medianas empresas. Regionalmente es donde se detectan las mayores diferencias (gráfico 4.4). Las NUTS que menor presión fiscal ejercen sobre sus empresas son las de la zona Noreste, por la aplicación de los regímenes específicos de País Vasco y Navarra con apenas un 15% de cuota fiscal, seguida de la Comunidad de Madrid y a mayor distancia la región Sur con un 29.3%. El resto de NUTS mantienen un valor de la ratio del 30%. Por tanto, las políticas fiscales y de recaudación son uno de los principales factores que todo empresario tiene en cuenta al establecer su negocio, tal como se especificó en el capítulo uno, y pueden explicar las decisiones de localización de sus empresas. Entre las mejoras fiscales aprobadas (Ley 35/2006) se prevé una reducción del impuesto hasta el 25%.

Gráfico 4.4. Tipo impositivo soportado por las empresas según NUTS-1.



Fuente: Elaboración propia. Base SABI 2008.

El otro componente explicativo de la rentabilidad financiera es el **apalancamiento financiero** (gráfico 4.5). Se emplea para conocer cómo puede potenciarse la rentabilidad de los fondos propios mediante un aprovechamiento adecuado de la financiación ajena, siempre que su coste financiero sea inferior a la rentabilidad económica alcanzada. Gráfica y estadísticamente se verifica que las empresas de FILAP y CONTROL (desde la mitad del periodo considerado) son las únicas que presentan un comportamiento disímil respecto al resto de grupos, que mantienen una evolución similar. Es destacable como todas las empresas con apoyos financieros presentan un efecto apalancamiento positivo y superior a la muestra de CONTROL, aunque se aprecia una tendencia decreciente a partir del año 2004 conducente a un desapalancamiento de la economía, posiblemente por el repunte de los tipos de interés y la disminución del nivel de endeudamiento de las empresas conforme van devolviendo sus deudas.

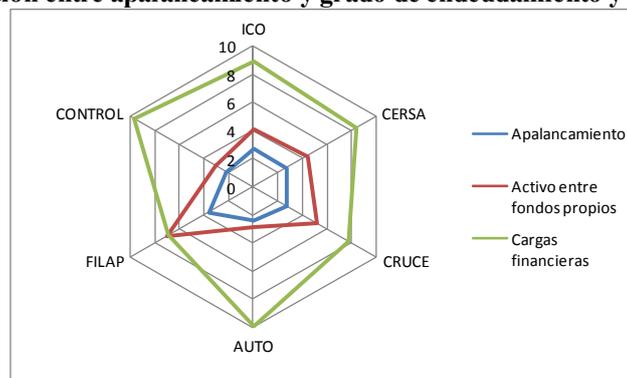
El resto de diferencias significativas se deben al tamaño empresarial y al sector de actividad. En el extremo inferior de la ratio se sitúan las micro y las medianas empresas –que conforman un grupo independiente- y en el superior las pequeñas empresas. Por ramas de actividad, las empresas constructoras exhiben un comportamiento totalmente diferenciado del resto de sectores, así como las empresas de servicios y extractivas que son las menos apalancadas. Regionalmente, las únicas diferencias significativas se producen entre Madrid y Noreste con el resto de regiones NUTS que consiguen valores más elevados de la ratio.

Para explicar la evolución del efecto apalancamiento se realiza la descomposición de la ratio en dos componentes: la proporción de fondos ajenos empleados –a través de la relación activo total entre recursos propios- y su incidencia financiera en el gasto de la empresa –a través de la ratio resultado antes de impuestos ÷ (resultado antes de impuestos + gastos financieros). A medida que se utiliza una mayor financiación ajena la intensidad en la utilización de los fondos propios es menor, con el consecuente incremento de la ratio “activo respecto fondos propios”. Las empresas que con mayor eficacia han obtenido financiación externa incorporan un mayor efecto positivo con respecto a la rentabilidad. Sin embargo, este efecto se ve compensado inversamente por la relación entre el resultado operativo y el coste del capital ajeno. Esta relación, que se presenta en el gráfico 4.5 y 4.6, permite identificar el factor explicativo del apalancamiento y su evolución temporal marcada por el un cambio de tendencia en el año 2003, donde la elevación de las cargas financieras junto con la reducción de los niveles de endeudamiento producen una caída del apalacamiento financiero.

Las empresas de AUTO, dada su estructura financiera, son las que menos gastos financieros soportan y por tanto, son las que presentan el mayor valor de la ratio cargas financieras. Si a esto se le añade que son las que menor deducción fiscal presentan, se justifica su rentabilidad financiera decreciente pese a contar con un buen desempeño de su gestión económica. Las empresas de FILAP aunque también se encuentran apalancadas positivamente logran impulsar la rentabilidad financiera a través de elevado nivel de endeudamiento (en términos medios por cada euro que la

empresas posee de fondos propios existen seis de fondos ajenos) que compensa el elevado porcentaje de sus resultados destinado a sufragar el pago de los gastos financieros. Resulta conveniente destacar en este punto la ordenación que presenta la ratio cargas financieras en los grupos considerados a fin de determinar la importancia de las ayudas públicas recibidas. Después de las empresas de AUTO se encuentran, por este orden, las del grupo de CONTROL, ICO, CERSA, CRUCE y FILAP. Si se discrimina por apoyos, resalta como las empresas que acuden al sistema de avales soportan un mayor coste financiero que las que sólo han obtenido fondos del ICO. Esta apreciación es percibida por los propios beneficiarios de las ayudas, tal y como se recoge en las opiniones recabadas en la encuesta que se analiza en el capítulo quinto (ver apartado 5.4). Las empresas que con mayor intensidad recurren a la financiación ajena a largo plazo son las que mayor parte de sus beneficios deben destinar a sufragar los gastos financieros. A mayor grado de implicación en la obtención de apoyos a la financiación mayor gasto financiero, pero inferior en caso de contar con tal financiación sin intermediación de carácter público. No obstante, a medida que se produce la devolución de la deuda, las empresas de FILAP convergen con los valores de CRUCE y de CERSA. En síntesis, puede afirmarse que los apoyos públicos permiten a las empresas de reciente creación el acceso a recursos bancarios a largo plazo en condiciones financieras realmente ventajosas.

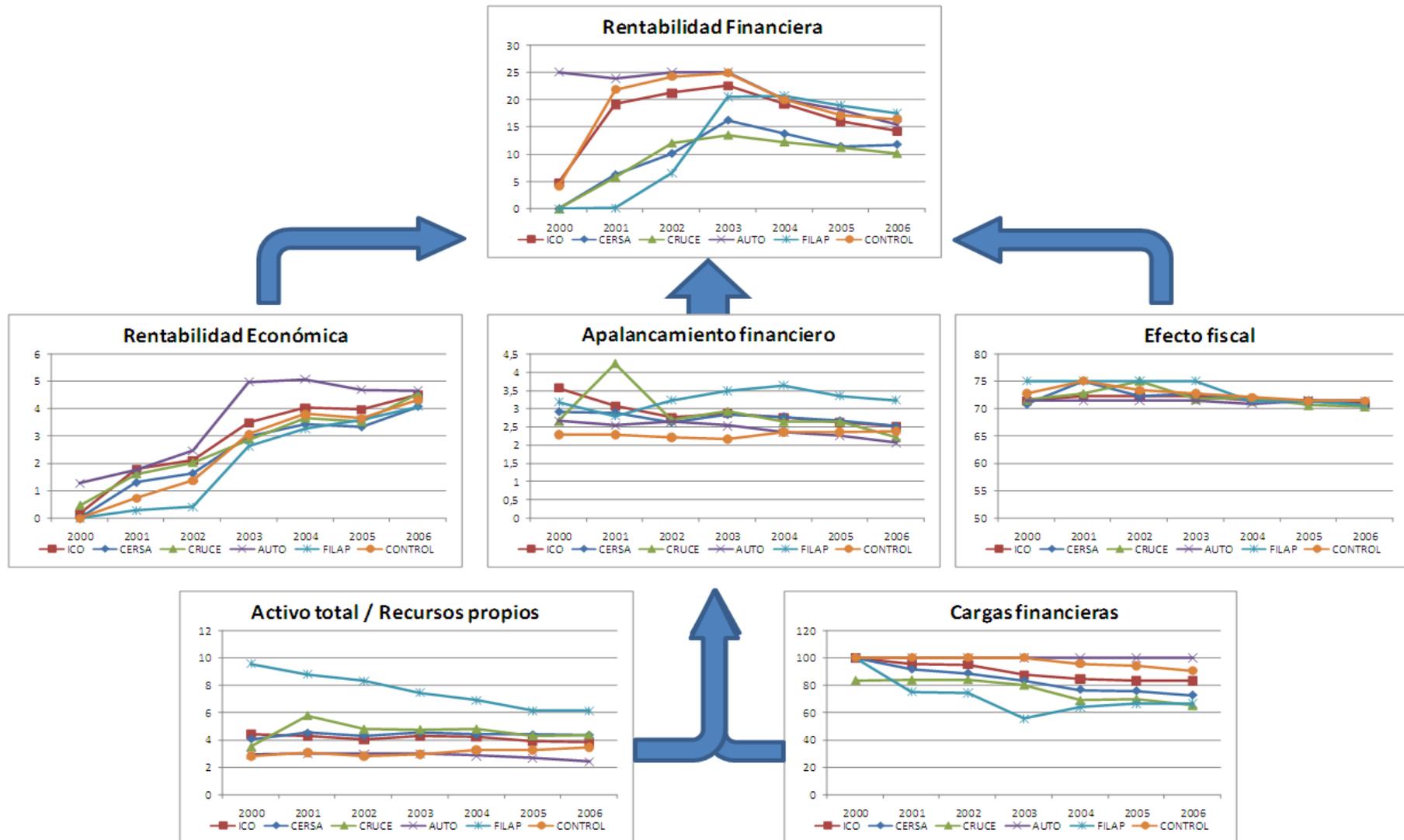
Gráfica 4.5. Relación entre apalancamiento y grado de endeudamiento y cargas financieras.



Fuente: Elaboración propia. Base SABI 2008.

Los contrastes ratifican la existencia de comportamientos totalmente diferenciados según la forma de financiación elegida de la empresa y la carga financiera, a excepción de las empresas de CRUCE y CERSA que forman un conjunto homogéneo entre ellas. Por tamaño empresarial, los contrastes señalan que las microempresas soportan una menor carga financiera (la ratio empleada mide la incidencia de forma inversa a los valores de la misma) y presentan un comportamiento disímil respecto a pequeñas y medianas. La mayor carga que sufren las empresas de mayor tamaño viene determinada por el mayor volumen de financiación solicitado. Sectorialmente, las constructoras son las que muestran de forma significativa un mayor endeudamiento, aunque no mantienen esa diferencia con el resto de sectores al considerar las cargas financieras. El sector servicio es el que soporta el mayor valor de la ratio. Por regiones, las empresas de Madrid presentan los menores valores tanto de endeudamiento como de cargas financieras.

Gráfico 4.6. Rentabilidad Financiera: variables explicativas por grupos.



En conclusión, la rentabilidad financiera viene explicada fundamentalmente por la rentabilidad económica y el efecto fiscal en los primeros años de vida empresarial, si bien la disminución del efecto apalancamiento la disminuye en la segunda mitad de la serie.

2.1.3. Productividad.

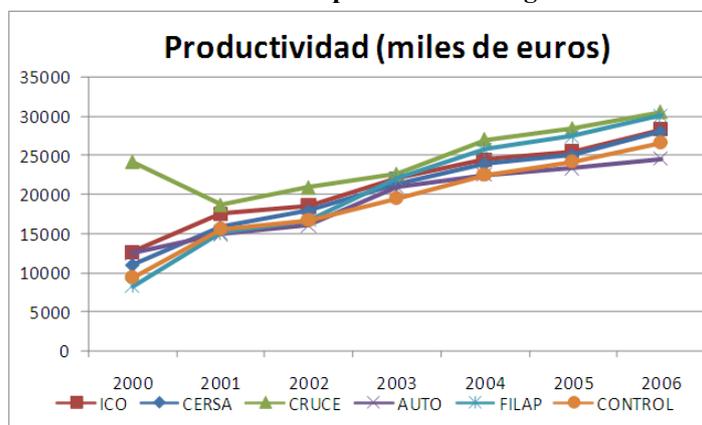
Uno de los principales problemas de la economía española es el reducido crecimiento de la productividad de sus unidades productivas, en especial de los servicios (Cuadrado y Maroto, 2006: 95-98; Maroto, 2009: 47-50). Sin embargo, las empresas recién constituidas presentan un buen comportamiento por la incorporación desde los momentos iniciales de equipos e instalaciones productivas con las últimas incorporaciones tecnológicas así como por el menor crecimiento, o incluso decrecimiento, de los salarios en términos reales. El valor añadido por trabajador presenta una tendencia creciente durante todo el periodo. Este comportamiento de las nuevas empresas es considerado por Zozaya (2007:4) como una de las causas explicativas del incremento de la productividad de una economía: la productividad de las empresas nacientes supera a la de las empresas salientes, al hacer un uso más eficiente de sus recursos humanos y por la incorporación de las nuevas tecnologías. Pueden, en todo caso, producirse variaciones regionales y sectoriales asociados a los costes y tiempos necesarios para la creación de una nueva empresa.

En el gráfico 4.7 se aprecia como CRUCE presenta la mayor productividad, pero la evolución de FILAP es la más fructífera. FILAP muestra las mayores tasas de crecimiento del conjunto de grupos, triplican sus valores iniciales. ICO y CERSA se mantienen ligeramente por encima del grupo de CONTROL pero sin registrar un comportamiento diferenciado. Por tanto, un factor que resulta positivo sobre la productividad es la acumulación de los capitales ajenos a largo plazo. Esta pauta se reproduce si se consideran los apoyos públicos considerados, donde la presencia conjunta de ambos sistemas incrementa notablemente la eficiencia empresarial en términos de valor añadido por empleado. Por su parte, las empresas de AUTO se muestran menos productivas de las que si cuentan en su estructura financiera con recursos ajenos. Estos comportamientos se verifican con los contrastes estadísticos, que identifican a CRUCE como aquella que obtiene los mejores desempeños técnicos, justo en el lado opuesto de CONTROL y AUTO con un peor aprovechamiento de gestión operativa del factor humano.

Respecto a la dimensión empresarial, las micros y pequeñas empresas mantienen unos niveles de valor añadido por trabajador inferior a las medianas empresas. Algunos de los factores que explican esta menor productividad de las empresas de reducida dimensión se encuentran en los elevados costes fijos que deben asumir y en la adecuación de los factores elementales que intervienen en la producción (recursos humanos, instalaciones, tecnología) y la capacidad de dirigir los mismos (Harvey *et al*; 1992:353-357). A mayor dimensión empresarial más intensivas son las inversiones tecnológicas en el proceso productivo con las ventajas derivadas de las economías de escala,

reducción de costes y generación de nuevos conocimientos que repercuten en una mayor productividad. Por tanto, es posible establecer una relación directa entre tamaño empresarial, capacidad de desarrollo de innovaciones, aprovechamiento de economías de escala y productividad (Buesa y Molero,1998:162-164).

Gráfico 4.7. Evolución de la productividad según financiación.



Fuente: Elaboración propia. Base SABI 2008.

Sectorialmente, el sector más productivo es el dedicado a las actividades extractivas, energía y el agua, lo cual resulta lógico por ser un sector intensivo en capital y conocimiento tecnológico. En el cuadro 4.4 se observa como estadísticamente las extractivas son diferentes al resto de sectores, salvo a las empresas manufactureras intermedias y avanzadas. Por el lado contrario, se sitúan el comercio, la industria tradicional y los servicios. Entre las causas explicativas del menor crecimiento de la productividad del sector de los servicios se encuentra la falta de incorporación de tecnologías de información y de la comunicación, la baja formación del personal en el uso de las mismas, el incremento de la competencia extranjera y la alta incorporación al sector de inmigrantes pero con bajo nivel de cualificación (Pilat,2005:18-21). Por tanto, la propia idiosincrasia del sector servicios hace que las medidas para mejorar la productividad provengan de actuar directamente sobre el capital humano más que el tecnológico.

Cuadro 4.4. Comparación de las diferencias existentes en la productividad por sectores.

Significación estadística	Kruskal-Wallis	Kolmogorov	ANOVA	Levene	Brown-Forsthe	
	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	
Prueba de comparaciones múltiples según el tipo de financiación (Tamhane)						
Grupos	Extractivas	Man. Trad.	Man. Inter.	Construc.	Comercio	Servicios
Agrario	0,000	0,989	0,000	1,000	1,000	0,557
Extractivas		0,000	0,786	0,000	0,000	0,001
Man. Trad.			0,000	1,000	0,004	0,810
Man. Inter.				0,000	0,000	0,000
Construc.					0,031	0,018
Comercio						0,000

Fuente: Elaboración propia.

La localización de las empresas es otro de los factores explicativos de las diferencias entre las empresas. Así, las regiones más productivas son aquellas con una arraigada cultura empresarial y

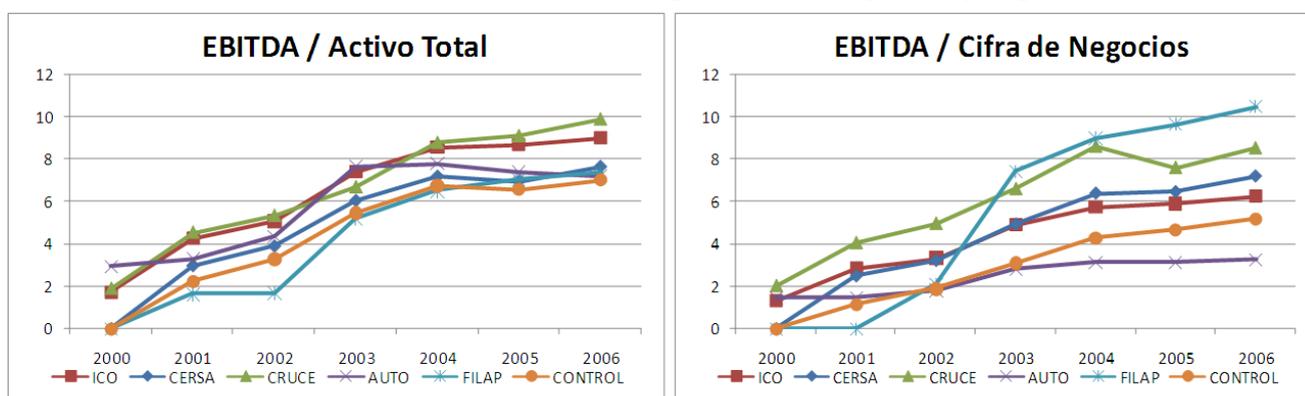
con un mayor dinamismo de tejido empresarial: Noreste, Este y Madrid. En el lado inferior de la ratio se integran un grupo homogéneo de las empresas de Noroeste, Sur y Centro.

2.1.4. Medidas relativas a la generación de flujos de caja.

Como se indicó en el capítulo tercero, el EBITDA (*Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization*) es un indicador de los fondos líquidos generados por la empresa, con independencia de los criterios contables y financieros seguidos para calcular las amortizaciones, deterioros de activos y provisiones de pasivo y de la estructura de financiación elegida para financiar el activo. Es uno de los indicadores más utilizados por el mercado para valorar a las empresas, a través de descontar los flujos futuros de caja a un tipo de interés de mercado. Sin embargo, las empresas que son aquí consideradas no cotizan en mercados organizados, por lo que para valorar estas empresas se utiliza, de forma aproximativa, el valor de su activo. Por esta razón, la ratio se presenta relativizada respecto al total del activo, para poder realizar comparaciones entre los diferentes grupos y conocer si el valor de la empresa ha variado desde su constitución.

Todos los grupos considerados muestran un comportamiento al alza hasta la mitad del periodo de estudio, que coincide con su fase de introducción y acercamiento al entorno. A partir del 2004, cuando las empresas empiezan a desarrollarse, el crecimiento, aunque atenuado, sigue manteniendo un comportamiento positivo de generación de riqueza. Las empresas de CRUCE son las que mayor proporción de fondos obtienen de la explotación de sus activos seguidas de las empresas de ICO e AUTO, muy por encima de los niveles de referencia marcados por el CONTROL. Las empresas de FILAP presentan una ratio más reducida consecuencia de unos menores volúmenes de actividad y no por problemas de liquidez. Una vez que han adaptado la mayor cantidad de activos fijos que poseen a su estructura productiva, su generación de fondos líquidos converge hasta los niveles del CONTROL y CERSA (Gráfico 4.8).

Gráfico 4.8. Evolución de los indicadores de generación de flujos de caja según financiación.



Fuente: Elaboración propia. Base SABI 2008.

Los contrastes estadísticos realizados confirman el comportamiento homogéneo de las empresas de ICO, CRUCE y AUTO, diferenciado del resto de grupos con niveles más bajos. Por tanto, la recepción de ayudas financieras en el momento constitutivo propicia una mejor valoración de la

empresa a lo largo de su etapa de introducción y crecimiento, aunque con menor intensidad en las empresas que han acudido exclusivamente al sistema de avales.

Por tamaño empresarial, las microempresas presentan una menor valoración del EBITDA con independencia de la magnitud con la que se relativice. Estadísticamente su valor es diferente de los correspondientes a pequeñas y medianas. Como cabría esperar, son las empresas de mayor dimensión las que alcanzan una mejor capacidad de generación de fondos por su mejor gestión de los costes de la explotación y no tanto por la liquidez que obtienen por el periodo medio financiero.

Por ramas de actividad, se detecta una mayor dispersión en cuanto al EBITDA de las empresas. La generación de fondos se produce más prontamente en las industrias extractivas, energía y agua y en la construcción. La desregularización del sector energético y el auge de la construcción, en el periodo, explican estos buenos comportamientos. El sector de la construcción se encuentra fuertemente asociado a la evolución del ciclo económico, su fase expansiva coincide con la del crecimiento de la propia economía (Taltavull, 2005:269). El hecho de que la economía española se haya encontrado dentro de una etapa expansiva ha propiciado los altos resultados tanto de las rentabilidades como del EBITDA. Por el contrario, el sector agrario, el comercio y los servicios obtienen menores flujos respecto al total de la inversión realizada.

Por localización geográfica se detectan diferencias. Las empresas con su sede de explotación en las regiones del Este y del Noreste son las que consiguen transformar en mayor medida sus altas rentabilidades económicas en flujos de efectivo. Seguidamente se sitúan las empresas de Centro, Sur y Noroeste, mientras que Madrid se sitúa en el extremo inferior de la ratio.

Estos resultados se reproducen parcialmente si el EBITDA se relativiza respecto al importe de la cifra de negocios. Para esta ratio las diferencias entre los grupos son más destacadas con una diferenciación clara desde el año 2003. CRUCE sigue manteniendo la mayor capacidad de generar fondos respecto a su cifra de ventas a lo largo de todo el periodo. FILAP durante los primeros años de vida empresarial apenas es capaz de retener dos euros por cada cien euros vendidos. La razón es la mayor presión financiera que experimenta y el elevado volumen de su activo no corriente, pero, a partir del 2003, a medida que va devolviendo los capitales prestados se sitúa por encima de todos los grupos con una tendencia alcista, gracias a la mejora de los márgenes de beneficios y la progresiva adaptación de sus inversiones técnicas a sus necesidades operativas y de producción. Las empresas con un solo apoyo público, ICO y CERSA, mantienen un comportamiento homogéneo y creciente, por encima del CONTROL. Finalmente, el grupo AUTO experimenta un fuerte empeoramiento respecto a la ratio anterior al situarse en el extremo inferior de la ratio y sin mostrar evidencias de crecimiento (Gráfico 4.8). Las causas se encuentran precisamente en la menor cantidad de capitales invertidos, el menor margen de beneficios y en la menor capacidad de renovar sus inversiones conforme se produce el crecimiento de la empresa.

Por tamaño empresarial, sector de actividad (Cuadro 4.5) y localización las diferencias son las mismas que las descritas para la ratio anterior, pero con una mayor delimitación entre los grupos, en especial destaca positivamente las empresas extractivas y del Noreste, mientras que el sector de la distribución comercial y Madrid ofrecen valores más discretos.

Cuadro 4.5. Comparación de las diferencias en el EBITA sobre cifra de negocios por sectores.

Significación estadística	Kruskal-Wallis	Kolmogorov	ANOVA	Levene	Brown-Forsthe	
	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	
Prueba de comparaciones múltiples según el tipo de financiación (Tamhane)						
Grupos	Extractivas	Man. Trad.	Man. Inter.	Construc.	Comercio	Servicios
Agrario	0,020	0,809	1,000	0,000	0,000	0,368
Extractivas		0,000	0,002	0,000	0,000	0,000
Man. Trad.			1,000	0,000	0,000	0,996
Man. Inter.				0,000	0,000	0,945
Construc.					0,000	0,000
Comercio						0,000

Fuente: Elaboración propia.

El cuadro 4.6 presenta la ordenación y agrupación estadística de las principales ratios indicativas de la eficiencia empresarial. En relación con el objetivo central de la tesis puede afirmarse que los apoyos públicos a la financiación resultan eficientes en los términos medidos al situarse las empresas beneficiarias de las mismas en los indicadores de rentabilidades, productividad y EBITDA por encima de los valores de las empresas de CONTROL.

Cuadro 4.6. Síntesis de principales medidas de eficiencia de las empresas según diversos criterios.

Criterio de segmentación		Rentabilidad Económica	Rentabilidad Financiera	Productividad	EBITDA / Activo	EBITDA / Cifra de negocios
Tipología de financiación	1º	AUTO	CONTROL	CRUCE	CRUCE	CRUCE
	2º	ICO	ICO	FILAP	ICO	FILAP
	3º	CRUCE	AUTO	ICO	AUTO	ICO
	4º	CONTROL	FILAP	CERSA	CERSA	CERSA
	5º	FILAP	CERSA	CONTROL	CONTROL	CONTROL
	6º	CERSA	CRUCE	AUTO	FILAP	AUTO
Tamaño empresarial	1º	Medianas	Micro	Medianas	Medianas	Medianas
	2º	Pequeñas	Pequeñas	Pequeñas	Pequeñas	Pequeñas
	3º	Micro	Medianas	Micro	Micro	Micro
Sector de actividad, según CNAE	1º	Construcción	Construcción	Extractivas	Extractivas	Extractivas
	2º	Extractivas	Servicios	Man. Inter.	Man. Trad.	Agrarias
	3º	Man. Inter.	Comercio	Man. Trad.	Man. Inter.	Man. Trad.
	4º	Man. Trad.	Man. Trad.	Construcción	Construcción	Man. Inter.
	5º	Comercio	Man. Inter.	Agrarias	Servicios	Servicios
	6º	Agrarias	Agrarias	Servicios	Agrarias	Construcción
	7º	Servicios	Extractivas	Comercio	Construcción	Comercio
Localización geográfica, según NUT-1	1º	Este	Madrid	Noreste	Este	Noreste
	2º	Sur	Sur	Este	Noreste	Centro
	3º	Noreste	Este	Madrid	Sur	
	4º	Centro	Noroeste	Noroeste	Centro	Sur
	5º	Noroeste	Noreste	Sur	Noroeste	Noroeste
	6º	Madrid	Centro	Centro	Madrid	Madrid

Fuente: Elaboración propia.

2.2 Otras ratios explicativas de los comportamientos y tendencias de las nuevas empresas.

La forma en que la empresa elige su estructura de capitales y administra sus recursos y capacidades condiciona los desempeños empresariales alcanzados. Por eso, los indicadores de eficiencia analizados en el apartado anterior se completan con un análisis de la estructura del capital económico, del capital financiero, su cobertura, la gestión de la actividad y de costes, así como de su liquidez y solvencia.

2.2.1 Ratios de la composición de la estructura del capital económico.

Esta agrupación está formada por cuatro ratios:

1. Activo corriente ÷ Activo no corriente
2. Existencias ÷ Total del Activo
3. Inmovilizado material ÷ Total del Activo
4. Dotaciones a la amortización del inmovilizado ÷ Inmovilizado material

La evolución de estas ratios durante el periodo 2000-2006 se muestra en el gráfico 4.9 y los resultados de los contrastes estadísticos en el cuadro 4.7.

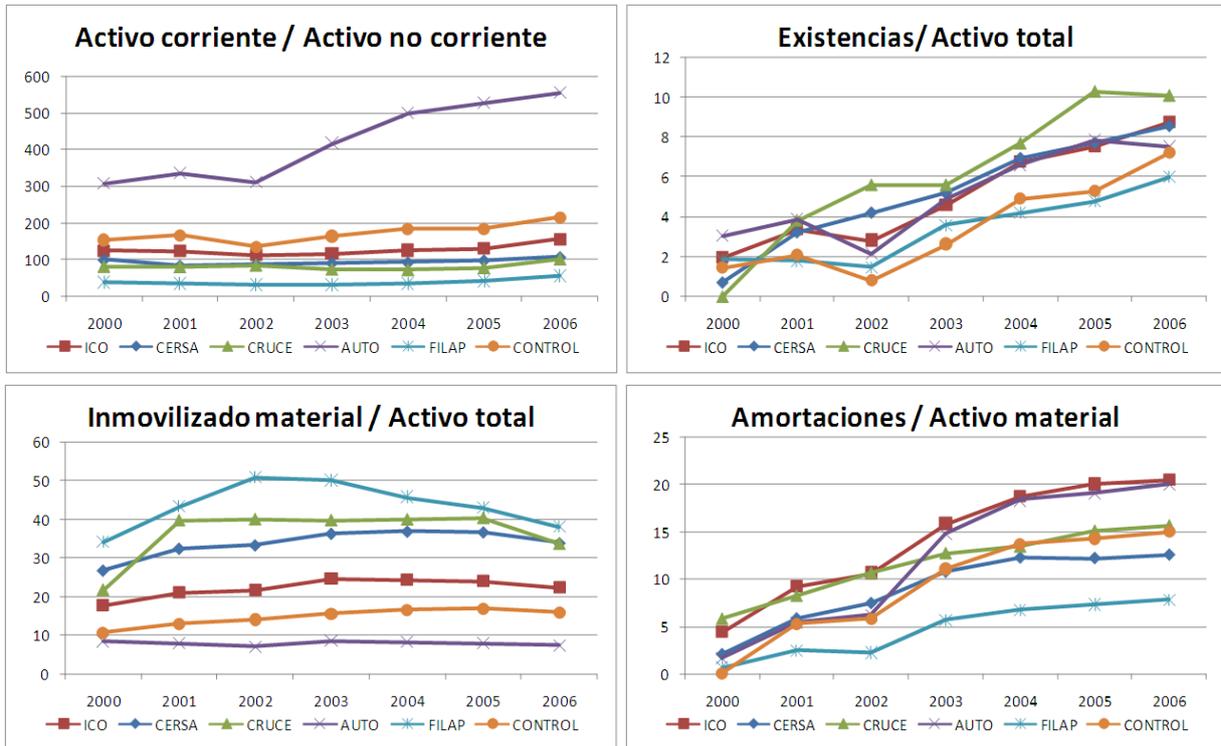
Tal como se desprende del gráfico de los estadísticos mediana, existe un comportamiento diferenciado de las empresas de AUTO y CONTROL. Las empresas que sólo se autofinancian son las que ofrecen la mayor proporción de activos corrientes respecto a los de carácter duradero, a diferencia de las empresas que si han recibido algún tipo de ayuda pública. La explicación se debe al destino de estos apoyos financieros, los cuales se destinan a financiar todo un conjunto de gastos iniciales de establecimiento así como la adquisición de infraestructuras básicas, que les permite desarrollar su operativa. Según el tipo de apoyo, las empresas que han solicitado algún aval, CERSA y CRUCE, son las que con mayor intensidad han adquirido activos fijos durante los primeros tres años, seguidas de las empresas de ICO. A partir del año 2004, coincidiendo con la fase de crecimiento empresarial, se aprecia una tendencia al alza de la ratio a favor de los activos corrientes motivada por el progresivo desgaste que han sufrido las instalaciones y por un paulatino incremento de las existencias, tal como se puede contemplar en el resto de ratios del gráfico 4.9.

La ratio que relaciona el inmovilizado material con el total del activo corrobora su mayor significación en los grupos que han recibido apoyos públicos, a excepción de FILAP. Desde la constitución de la empresa existe un equilibrio entre las políticas de inversión-financiación de las empresas, al financiar la adquisición de sus activos permanentes con fondos a largo plazo. En este sentido, las empresas de CRUCE y FILAP son las que mayor peso de los activos no corrientes poseen, dada su composición sectorial integrada por industrias manufactureras que requieren grandes inversiones de inmovilizados, material e intangible.

Si se comparan estos resultados con otros estudios que analizan empresas más consolidadas (Maroto, 2006; García Tabuenca *et al.* 2007), el peso de los activos corrientes en las empresas de reciente creación es todavía reducido, por lo que a medida que las empresas crecen van generando

deudores y existencias. Esta tendencia creciente puede apreciarse en el gráfico que representa el peso proporcional de las existencias dentro del total de las inversiones. Todas las empresas, con independencia de la forma de financiación elegida, triplican en sus primeros años el valor de la ratio. Esta evolución se ampara en la menor experiencia que los nuevos empresarios demuestran en la gestión del proceso productivo y en la habilidad de su gestión económica (gestión de inventarios y costes de oportunidad asociados a la gestión de efectivo).

Gráfico 4.9. Evolución de los indicadores del capital económico según financiación.



Fuente: Elaboración propia. Base SABI 2008.

Las empresas de AUTO y las de ICO son las que de forma más rápida amortizan su inmovilizado. Las razones pueden ser de índole fiscal y a la alta concentración de empresas de reducida dimensión en estos grupos a los que son de aplicación ciertos beneficios fiscales (artículos 110-113 de la ley 35/2006 sobre libertad de amortización, amortización acelerada de inmovilizados nuevos, etc.). Por otra parte, un coeficiente elevado de la ratio indica una mayor capacidad de renovación de los activos adquiridos con su correspondiente incremento de la productividad. Resulta destacable como las empresas de FILAP son las que menor porcentaje de amortización emplea en sus activos fijos, lo cual es indicativo de un menor aprovechamiento de la política fiscal y de una mayor vida útil de las instalaciones adquiridas.

Una comparativa por tamaños empresariales demuestra que, salvo para las empresas de mayor dimensión, no existen diferencias estadísticamente significativas en la composición del activo durante el ciclo de vida inicial de las empresas. Las medianas empresas –en su mayoría empresas de la construcción- utilizan una mayor proporción de activos corrientes en relación a la inversión a

largo plazo, aunque durante el periodo de estudio convergen con los valores de micros y pequeñas. Por el contrario, las diferencias son relevantes si se atiende al sector de actividad (Cuadro 4.7). Los empresarios del sector agrario y extractivo son los que poseen un mayor peso de activos no corrientes, seguidos de las manufactureras y el sector servicios. Por su parte, la construcción y el comercio poseen el menor peso en sus inmobilizaciones a largo plazo, pero por contra son las que cuentan con el mayor porcentaje de existencias. En las empresas de la construcción la justificación radica en la forma de la contabilización de todas las obras e edificaciones empezadas como existencias comerciales. Finalmente, el criterio regional no es un indicador que revele grandes diferencias, sólo Centro y Noreste forman un grupo conjunto, distinto del resto de regiones, condicionado por tener una estructura sectorial similar.

Cuadro 4.7. Comparación de las diferencias la composición del activo, por sectores de actividad.

Significación estadística	Kruskal-Wallis	Kolmogorov	ANOVA	Levene	Brown-Forsthe	
	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	
Prueba de comparaciones múltiples según el tipo de financiación (Tamhane)						
Grupos	Extractivas	Man. Trad.	Man. Inter.	Construc.	Comercio	Servicios
Agrario	1,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Extractivas		0,513	0,003	0,000	0,000	0,078
Man. Trad.			0,004	0,000	0,000	0,073
Man. Inter.				0,000	0,000	0,198
Construc.					0,173	0,000
Comercio						0,000

Fuente: Elaboración propia.

2.2.2 Ratios de la composición de la estructura del capital financiero.

Esta agrupación está formada por cuatro ratios:

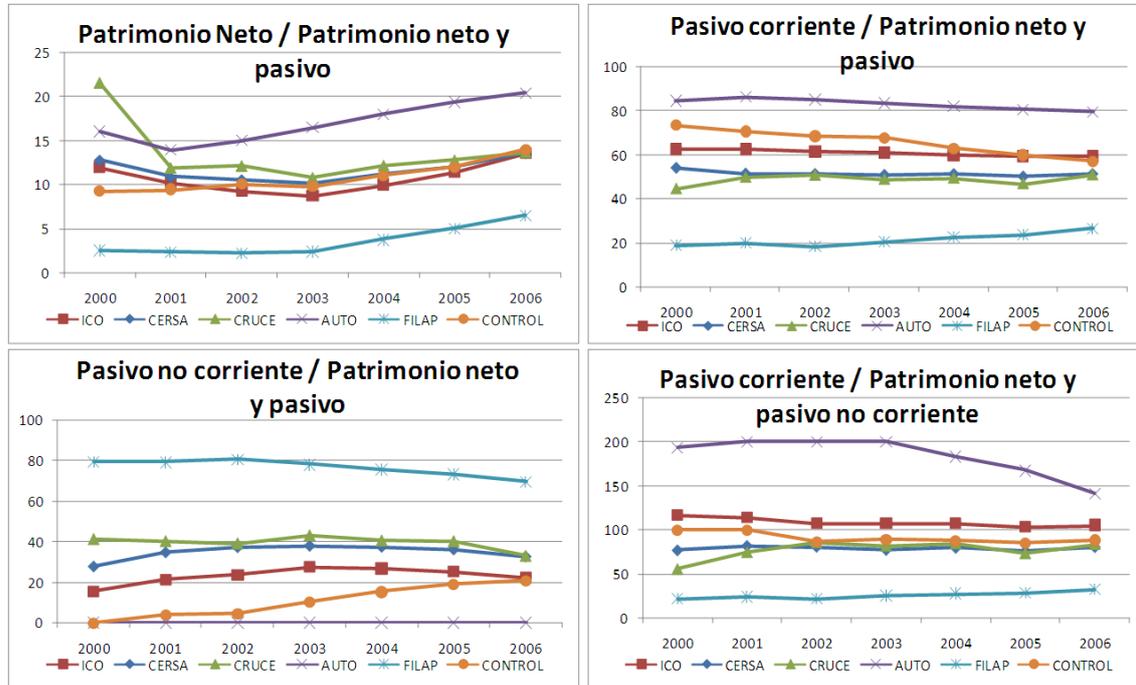
1. Patrimonio neto ÷ Patrimonio neto y pasivo.
2. Pasivo corriente ÷ Patrimonio neto y pasivo
3. Pasivo no corriente ÷ Patrimonio neto y pasivo
4. Pasivo corriente ÷ Patrimonio neto y pasivo no corriente

Para los valores medianos, la evolución de estas ratios durante el periodo 2000-2006 se muestra en el gráfico 4.10 y los resultados de los cálculos y contrastes estadísticos en el cuadro 4.8.

Las tres primeras ratios indican el origen de la financiación de la empresa atiendo a sus tres grandes rúbricas: los fondos propios, los recursos ajenos a largo plazo y los fondos ajenos a corto plazo. Las empresas de AUTO, por su propia naturaleza, son las que presentan la mayor proporción de patrimonio neto respecto al total de recursos dispuestos por la empresa. Por el contrario, las empresas de FILAP son las que menos capitalizadas se encuentran. Las empresas que cuentan con apoyos públicos presentan una estructura de propiedad similar a la muestra de CONTROL. Esta escasa participación de los fondos propios en la estructura de capital de las empresas nacientes podría deberse a las aportaciones realizadas por otros agentes (familiares, amigos, etc.) en forma de financiación ajena sin coste o a coste reducido. La nota común en todos los grupos es la tendencia positiva respecto a los fondos propios, de tal forma que el nivel de capitalización aumenta a medida

que se produce el crecimiento y consolidación empresarial. Según establece la teoría de “*jerarquía de preferencias*” por la constitución de reservas y la progresiva devolución de los capitales ajenos (Myers y Majluf, 1984:5-6).

Gráfico 4.10. Evolución de los indicadores del capital financiero según financiación.



Fuente: Elaboración propia. Base SABI 2008.

Sin embargo, no son los recursos propios los que financian el total de las inversiones iniciales. Son los exigibles corrientes los que predominan, a excepción de las empresas de FILAP. Se aprecia una relación directa entre el peso del activo no corriente y la necesidad de deuda ajena para adquirirlo. Esta evidencia empírica parece contradecir la teoría financiera que presupone que las empresas de reciente creación por su menor dimensión y dificultades de acceso a la financiación deberían encontrarse fuertemente capitalizadas por las aportaciones de sus socios (Berger y Udell, 1998:7-12). Esta debilidad de la estructura financiera de las empresas queda compensada por los bajos tipos de interés, la estabilidad del sistema financiero español durante el periodo de análisis, así como por el alargamiento del periodo de devolución de las deudas, como se aprecia en el gráfico 4.10, que relaciona el pasivo no corriente respecto a los recursos permanentes.

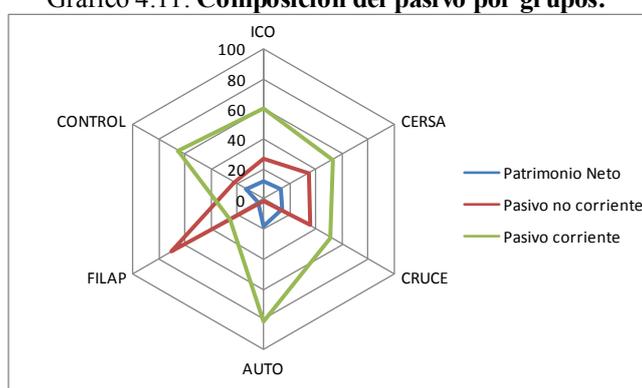
A medida que las empresas pasan a su fase de crecimiento y expansión es posible detectar cambios de tendencia. Se produce un paulatino incremento de los fondos propios en todos los grupos considerados acompañado de una reducción de los pasivos no corrientes y un mantenimiento de los compromisos de pago a corto plazo. Al cabo de seis años se produce una convergencia entre las empresas con ayudas financieras y las que no, a excepción de las dos grupos de empresas con estructuras financieras extremas. Por tanto, de la evolución de las distintas ratios se deduce que a medida que las empresas se consolidan siguen manteniendo como principal fuente financiera los

recursos a corto plazo a la vez que mantienen el reducido peso de la financiación permanente, aunque con una progresiva sustitución en el origen de la misma.

El gráfico 4.11 sintetiza, en términos medios, la forma en la que se financian las empresas:

- El escaso nivel de capitalización con el que se constituyen las sociedades, no supera el 15% del total de las fuentes financieras, salvo las empresas de AUTO con un 20%.
- El uso intensivo de recursos ajenos a corto plazo, salvo FILAP, con un valor próximo al 65% del total de los pasivos de la empresa.
- Un acceso restringido a la financiación ajena a largo plazo, salvo FILAP. En el grupo de CONTROL esta financiación apenas supone un 22% del total de recursos disponibles.
- Puede verificarse que las ayudas financieras cumplen con su objetivo de permitir el acceso a la financiación a largo plazo. Los apoyos permiten a las “starts-up” que las solicitan una mayor cantidad de estos recursos, en comparación con las empresas de CONTROL.

Gráfico 4.11. Composición del pasivo por grupos.



Fuente: Elaboración propia.

El cuadro 4.8 presenta los resultados de los contrastes estadísticos que corroboran el análisis gráfico. Todos los grupos presentan un comportamiento diferenciado en cuanto a su estructura financiera, salvo las empresas de CRUCE y CERSA que forman un grupo homogéneo.

Cuadro 4.8. Comparación de las diferencias sobre el pasivo no corriente por tipo de financiación.

Significación estadística	Kruskal-Wallis	Kolmogorov	ANOVA	Levene	Brown-Forsthe
	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Prueba de comparaciones múltiples según el tipo de financiación (Tamhane)					
Grupos	CERSA	CRUCE	AUTO	FILAP	CONTROL
ICO	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
CERSA		0,211	0,000	0,000	0,000
CRUCE			0,000	0,000	0,000
AUTO				0,000	0,000
FILAP					0,000

Fuente: Elaboración propia.

La estructura del capital financiero ha sido ampliamente estudiada por la literatura financiera, en especial, su relación con el tamaño y con el sector de actividad, obteniéndose resultados poco uniformes. Así, es posible encontrar evidencias de que a menor tamaño empresarial mayor es el nivel de endeudamiento (Melle, 2001:155-159; Segura y Toledo, 2003:45-48; Jiménez y Palacín,

2006:19-20, Acedo *et al*,2005:193-194) siendo las diferencias especialmente significativas cuando se hace referencia a la financiación a corto plazo, mientras que otros autores encuentran evidencias de relación directa (Mato,1990:78-81; Menéndez, 2003:77). Los resultados de la presente investigación muestran un comportamiento diferenciado de micros y pequeñas empresas en relación al grado de endeudamiento. A largo plazo existe una relación de carácter inverso a medida que las empresas ganan dimensión, en especial las empresas que han recibido algún apoyo público. Sin embargo, a corto plazo la relación es de carácter directo, a excepción de las empresas de AUTO y FILAP. Esta relación directa también se manifiesta en cuanto a la disposición de fondos propios, siendo las empresas medianas las más capitalizadas. Esta situación justifica la importancia de los apoyos financieros públicos como instrumentos para favorecer el acceso a largo plazo de las empresas de menor dimensión. No obstante, Maroto (2008) al analizar el comportamiento de la Pyme con forma societaria durante el mismo periodo objeto de la investigación evidenció un comportamiento de adaptación de las empresas según las fases del ciclo económico, esto es, en las fases de recesión (2000-2002), fase de recuperación (2003) y fase alcista (2004-2007). Las pequeñas empresas pasan de estar financiadas más por fondos propios que ajenos en las dos primeras fases, mientras que en las medianas y grandes empresas el incremento de la financiación ajena se produce desde que se perciben las primeras señales de recuperación. Estos resultados no son coincidentes con los obtenidos para las empresas de reciente creación, por lo que puede afirmarse que la forma de financiación de las empresas difiere sustancialmente en función de la edad empresarial, el tamaño y la presencia de apoyos financieros.

El sector de actividad es otra variable que determina la composición del capital financiero de la empresa en el momento de su constitución. Estadísticamente, a corto plazo es donde se producen las mayores diferencias entre los sectores productivos. Por presentar comportamientos similares pueden agruparse por un lado las empresas agrarias, extractivas y de servicios –con unos recursos a corto plazo inferiores al 50%-, de otro las manufactureras tradicional e avanzada –entre el 50% y el 55% del total de su financiación- y finalmente las empresas de la construcción y el comercio –en valores próximos al 65%-. A largo plazo se reproduce la misma agrupación de comportamientos respecto los grupos considerados, aunque la ordenación según intensidad de los fondos ajenos a largo es inversa a la establecida para el caso de deudas a corto. En relación al grado de capitalización sólo las empresas de distribución comercial presentan un comportamiento independiente en el extremo inferior de la ratio – entre un 8% y 10%-.

Por regiones, destaca como las empresas del Noreste son las únicas que mantienen un comportamiento totalmente diferenciado, al ser las más endeudadas a largo plazo. El resto de regiones presenta un comportamiento similar, a excepción de Madrid y Noroeste que son las que menor proporción de fondos a largo usan para financiar sus inversiones. Esta situación hace que el efecto de la concentración y la ubicación de las entidades financieras, así como de las entidades

encargadas de garantizar los apoyos públicos, no sea determinante al acceder a fuentes financieras a largo plazo, tal como ocurre con las empresas catalanas (que no disponían en el periodo objeto de estudio de sociedades de garantía recíproca).

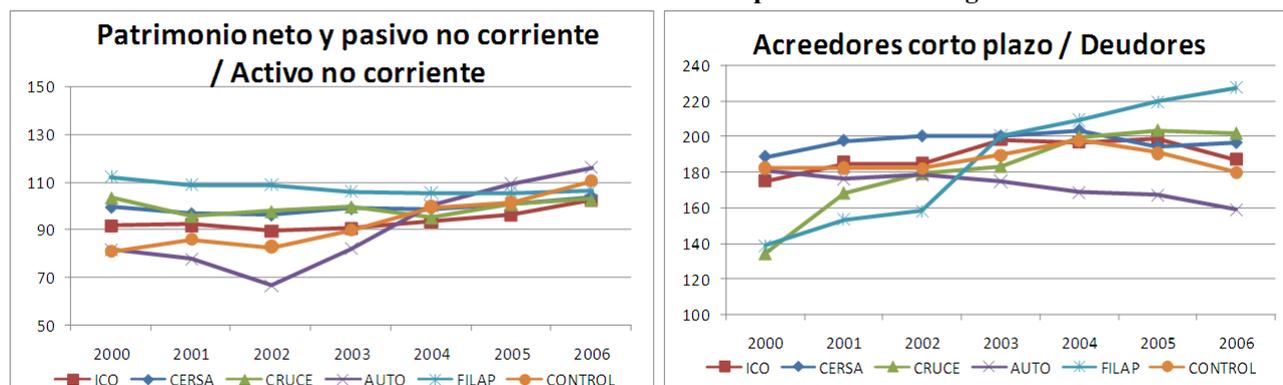
2.2.3 Ratios de la composición de la estructura del capital coberturas.

1. $(\text{Patrimonio neto} + \text{Pasivo no corriente}) \div \text{Activo no corriente}$.
2. $\text{Acreedores a corto plazo} \div \text{Deudores a corto plazo}$

Estos indicadores son una aproximación al denominado fondo de maniobra operativo, el cual actúa como un colchón de seguridad en términos monetarios ante desviaciones de flujos de efectivo que se produzcan en el corto plazo. La ratio patrimonio neto y pasivo no corriente respecto al activo no corriente indica la cantidad de recursos a largo plazo que la empresa dispone para adquirir sus inversiones productivas. El objetivo de cualquier empresario al diseñar su plan operativo constitutivo es conseguir una financiación con unos plazos de devolución ajustados a los flujos de caja esperados de sus inversiones productivas. De ahí la necesidad que esta ratio muestre un valor superior a 100, lo que se traduce en un fondo de maniobra positivo así como la disposición de recursos ajenos a largo plazo que financian el activo corriente.

La evolución de estas ratios durante el periodo 2000-2006 se muestra en el gráfico 4.12 y los resultados de los cálculos y contrastes estadísticos en el cuadro 4.9.

Gráfico 4.12. Evolución de los indicadores del capital coberturas según financiación.



Fuente: Elaboración propia. Base SABI 2008.

La evolución gráfica señala que en los primeros años de vida empresarial la ratio indicativa del fondo de maniobra se encuentra por debajo de 100, debido fundamentalmente a los costes de puesta en marcha y por la financiación de las instalaciones de carácter duradero a través de un uso intensivo de las deudas a corto plazo. No obstante, CONTROL una vez superada la fase introductoria presenta un nivel de solvencia levemente superior a las empresas que gozan de ayudas públicas. Las empresas que han obtenido apoyos financieros mantienen un comportamiento similar al grupo de CONTROL. Esta situación les permite asumir un menor riesgo ante necesidades de tesorería, así como beneficiarse de un mayor apalancamiento proporcionada por la financiación a largo. Su evolución temporal indica un cambio de tendencia al cabo de cinco años de haberse

constituido, en un intento por alcanzar el nivel de cobertura de equilibrio. Por tanto, las ayudas públicas han posibilitado a sus beneficiarios mantener unos niveles de equilibrio esenciales, en especial frente a sus acreedores, que tal vez sin la ayudas no hubieran podido mantener. AUTO, pese a su fuerte dependencia a los recursos a corto plazo que hace que presenten un fondo de maniobra negativo durante el primer sexenio de vida, alcanzan el mayor valor de la ratio en su etapa de crecimiento. Sin embargo, el coste de oportunidad asociado a este fondo no es adecuadamente aprovechado por estas empresas para dinamizar su crecimiento, al no invertirlo en la adquisición de nuevos activos de carácter duradero, tal como se analizó en los ratios indicativos de la estructura del capital económico.

En relación a la ratio acreedores a corto plazo respecto deudores a corto plazo se aprecia en todos los grupos que las obligaciones de pago mantenidas a corto plazo son superiores a sus deudores. En los extremos se encuentran las empresas de AUTO que son las que menos deudas mantienen dada su estructura de financiación y, por el contrario, las empresas de CERSA, FILAP y CRUCE. Estos dos últimos grupos aunque parten de los valores más bajos de la ratio experimentan una tendencia creciente debido al progresivo incremento de las obligaciones de pago conforme se va produciendo el vencimiento de los capitales obtenidos a largo plazo. Estadísticamente no puede afirmarse que existan comportamientos diferentes.

Cuadro 4.9. Comparación de las diferencias sobre el fondo de maniobra por tipo de financiación.

Significación estadística	Kruskal-Wallis	Kolmogorov	ANOVA	Levene	Brown-Forsthe
	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Prueba de comparaciones múltiples según el tipo de financiación (Tamhane)					
Grupos	CERSA	CRUCE	AUTO	FILAP	CONTROL
ICO	0,101	1,000	0,000	0,000	0,000
CERSA		0,967	0,000	0,099	0,000
CRUCE			0,000	0,073	0,004
AUTO				0,000	0,000
FILAP					0,992

Fuente: Elaboración propia.

Por tamaño empresarial, se detectan diferencias de carácter significativo tanto en la ratio indicativa del fondo de maniobra como la ratio acreedores sobre deudores. Existe una relación de carácter directo con el tamaño empresarial, de tal forma que a menor dimensión empresarial más le cuesta a las empresas mantener el equilibrio entre sus obligaciones corrientes de pago y sus derechos corrientes de cobro. Aunque micros y pequeñas empresas mantienen una menor proporción de fondos ajenos a corto plazo que las medianas empresas, su menor capacidad para negociar con acreedores y deudores le conduce a un fondo de maniobra levemente positivo.

Por sector de actividad se producen comportamientos diferenciados entre las empresas de la rama agraria y la industria, las de mayor fondo de maniobra, y los servicios, con la menor generación de fondo de maniobra, respecto al resto de sectores. Los resultados varían si se analiza conjuntamente el sector de actividad y la estructura financiera de la empresa. El cuadro 4.10 presenta esta relación

relativizada respecto a los valores de la muestra CONTROL. Los apoyos públicos se muestran efectivos en el sector agrario y extractivo, pero son incapaces de generar un fondo de maniobra positivo en el sector servicios. Sin embargo, a medida que se intensifica el uso de apoyos financieros (CRUCE) se alcanza el umbral del equilibrio financiero tanto en el sector servicios, como en el comercio y la construcción. En relación a la segunda ratio se detecta que las empresas con menor capacidad negociadora comercialmente, y con mayores necesidades de fondos operativos, se sitúan las ramas de comercio, servicios y agrario.

Finalmente, por ubicación geográfica apenas existen diferencias en ambas ratios. Sólo se detecta un comportamiento diferenciado entre las empresas del Noreste, con menores necesidades operativas de fondo de maniobra, y las situadas en las regiones Sur y Centro.

Cuadro 4.10. Situación del fondo de maniobra relativizado en función de la muestra de Control.

	ICO	CERSA	CRUCE	AUTO	FILAP
Agrario	1,11	1,20	1,10	1,06	1,18
Extractivas	1,18	1,28	0,00	2,11	1,13
Man. Trad.	1,00	1,04	1,06	1,36	1,13
Man. Aván.	0,97	1,02	0,95	1,17	1,22
Construcción	0,97	1,05	1,15	1,07	1,19
Comercio	0,98	1,01	1,02	1,17	1,11
Resto Servicios	0,89	0,98	0,99	1,09	1,02

Fuente: Elaboración propia.

2.2.4 Ratios de gestión de la actividad y de costes operativos.

Para analizar el impacto de las diferentes partidas de gastos e ingresos de la empresa se utilizan los principales costes de las actividades continuadas de la empresa: consumos de explotación (aprovisionamientos), gastos de personal y gastos financieros, relativizados respecto al importe neto de la cifra de negocios. La representación de sus valores medianos figura en el gráfico 4.13.

1. Valor añadido ÷ Cifra de negocios.
2. Consumos de explotación ÷ Cifra de negocios.
3. Gastos de personal ÷ Cifra de negocios.
4. Gastos financieros ÷ Cifra de negocios.

La evolución de la ratio valor añadido sobre la cifra de negocios mantiene una tendencia creciente, especialmente en sus tres primeros años y similar para todos los grupos, salvo para AUTO que presenta una tendencia constante. Este intenso crecimiento puede deberse a la optimización de la actividad empresarial de las nuevas empresas al contar desde un primer momento instalaciones y procesos tecnológicamente modernos. Al final del periodo, durante la fase de crecimiento y consolidación, se aprecia como las empresas que mayor nivel de endeudamiento a largo plazo soportaron en sus momentos constitutivos –CRUCE y FILAP- son las que alcanzan la mayor generación de valor. Por tanto, la forma elegida por las empresas para financiarse no condiciona sustancialmente la generación de valor añadido por parte de las empresas, si bien el efecto de las

ayudas públicas contribuye a que las empresas realicen una mayor contribución al crecimiento económico que las empresas que no han obtenido tales apoyos.

El tamaño empresarial si evidencia que cuanto mayor es el número de empleados mayor es, en términos porcentuales, la generación de rentas para retribuir a los distintos agentes que intervienen en la empresa (personal, capital propio, capital ajeno y el Estado). Estadísticamente las diferencias son significativas entre las microempresas y el resto de tamaños empresariales de mayor dimensión. Por su parte, el sector de actividad también pone de manifiesto diferencias en la creación de valor añadido. Se distinguen tres sectores independientes entre ellos: la mayor generación de valor proviene de la construcción y las extractivas, energía y agua. Las posibles razones explicativas son el auge del sector de la construcción y el mercado de la vivienda, en especial de construcción libre, con incrementos de los precios muy por encima de la inflación (Taltavull, 2005:275-279) y por la progresiva liberalización del sector energético, la libertad de elección de empresas suministradores por los consumidores y el incremento en el uso de las energías renovables durante el periodo de análisis (Jiménez, 2005:257-260). Seguidamente se encuentran los sectores industriales y servicios y, finalmente, con la menor generación de riqueza por unidad vendida se encuentran las empresas dedicadas al comercio.

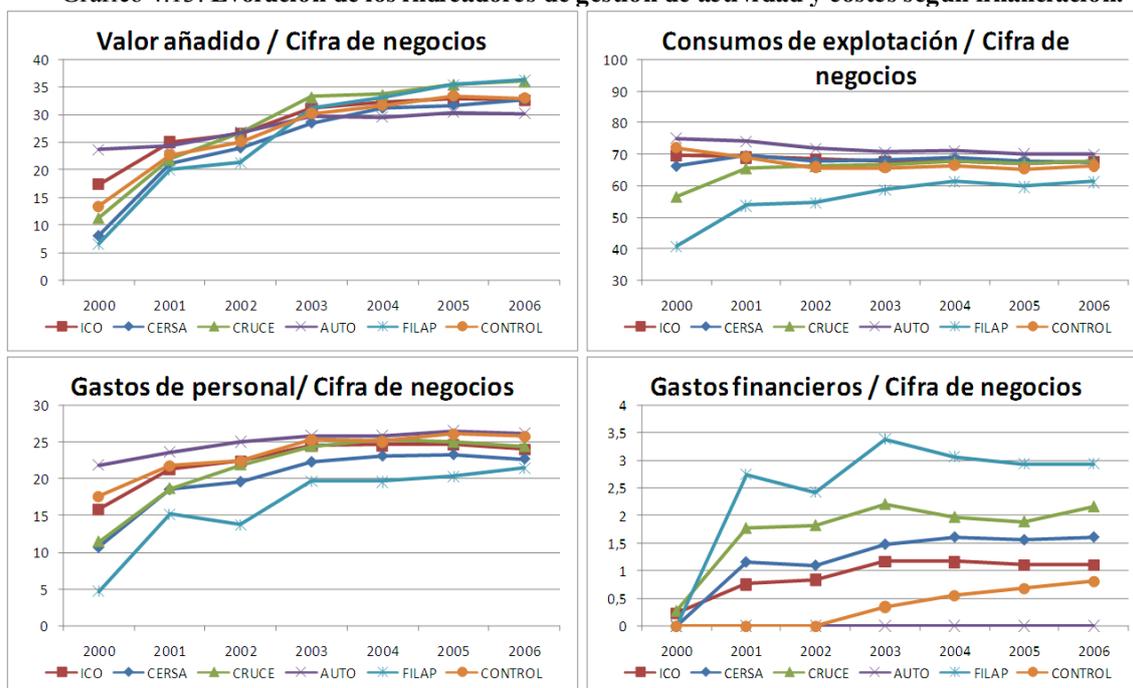
Para mantener esta generación de valor añadido la empresa debe ser capaz de incrementar sus ingresos o bien gestionar adecuadamente sus costes, así como mantener un fondo de maniobra positivo. El incremento de las ventas no depende sólo de la correcta gestión empresarial sino también de las reacciones del propio mercado, de ahí que la responsabilidad del gestor económico venga de su habilidad para reducir sus costes de organización y transacción. Para eso se analizarán a continuación tres de las grandes rúbricas de la cuenta de resultados de toda empresa.

Las ratios indicativas de los costes en los que incurre la empresa se encuentran estrechamente relacionadas con los indicadores de eficiencia analizados en el apartado 2.1. Si una empresa gestiona eficiente sus recursos, para obtener los menores costes, se espera conseguir un incremento de los beneficios y mejoras en los indicadores de eficiencia. Esto es, la gestión y la evolución de los costes operativos justifican los resultados descritos para los desempeños empresariales, con las limitaciones asociadas a las variables que afectan a los ingresos tales como el precio o el efecto de la competencia.

El primero de los costes que se analiza es el relacionado con los aprovisionamientos de materiales y suministros. Dentro de los gastos de explotación son los que suponen la mayor parte de la cifra de negocios. De cada euro obtenido por las ventas un 75% se destina a sufragar tales consumos. Se aprecia una ligera tónica decreciente conforme la empresa adquiere mayor experiencia en la gestión de sus proveedores y adquiere capacidad negociadora. FILAP es la única que mantiene un

comportamiento diferenciado caracterizado por tener el menor valor de la ratio, por ser durante los primeros años de actividad empresarial los gastos financieros asociados a su financiación los que representan la mayor parte de la cifra de negocios, que convergen lentamente con el resto grupos según se produce la consolidación de la empresa. Por tamaños se aprecia una relación inversa. A mayor dimensión menor parte de los ingresos van destinados a sufragar la adquisición de aprovisionamientos por la mayor capacidad para generar economías de escala y por las ventajas comerciales que pueden obtener de sus proveedores, tales como bonificaciones y descuentos por volúmenes de pedido.

Gráfico 4.13. Evolución de los indicadores de gestión de actividad y costes según financiación.



Fuente: Elaboración propia. Base SABI 2008.

Los gastos de personal mantienen una tendencia inversa a la descrita para los aprovisionamientos. A medida que las empresas crecen esta partida gana importancia respecto a las ventas. Esta evolución es debida al esfuerzo que deben realizar las empresas de nueva creación para poder consolidarse así como a los continuos ajustes que han de realizar tanto en su plantilla como en su estructura productiva hasta adecuarse a la verdadera capacidad de sus instalaciones y recursos. Una vez transcurridos los cuatro primeros años de actividad el valor de la ratio se estabiliza, de tal forma que uno de cada cuatro euros que la empresa vende se reparte entre sus asalariados. Además se aprecia como desde el año 2005 el valor de la ratio comienza ligeramente a disminuir, posiblemente por los ajustes de los salarios a la productividad en el mercado de trabajo. Este comportamiento es similar en todos los grupos, salvo para el caso de las empresas de AUTO y FILAP que se encuentran en los extremos, por el diverso impacto que ejerce sobre ellas los gastos financieros. De las empresas que han recibido apoyos financieros son CRUCE y CERSA en las que se destina un menor porcentaje de las ventas a retribuir al personal, mientras que las empresas del

ICO mantiene una estructura de costes de personal similar al CONTROL. Por tamaños se aprecia una relación directa. A mayor dimensión empresarial más elevados son los costes laborales por la mayor participación del factor humano en el proceso productivo. Sin embargo, a medida que las empresas se establecen en el mercado la proporción de los gastos de personal se reduce en todos los tamaños empresariales, salvo en las microempresas, que soportan un elevado coste de personal (Zahera,1996:62-64,Maroto,2008:58).

Los costes analizados, de material y personal, varían significativamente en función del sector de actividad. Existen tres agrupaciones de actividades con comportamientos diferenciados entre ellos: el comercio, resto de servicios-construcción y la industria. Las empresas de la distribución comercial son las que destinan la mayor parte de sus ingresos a sufragar la adquisición de aprovisionamientos (más del 80% de las ventas) y apenas la partida de salarios alcanza el 15% de los ingresos. El comportamiento de los sectores más intensivos en mano de obra, servicios y construcción, es justamente el opuesto. Finalmente, las empresas intensivas en capital (manufacturas y extractivas) mantienen un comportamiento similar con valores intermedios.

A diferencia de las agrupaciones de ratios anteriores, la ubicación territorial de las empresas no es un factor significativo a la hora de explicar el comportamiento de los costes empresariales. Tan sólo las empresas del Noreste presentan un comportamiento diferenciado por poseer los menores costes de aprovisionamientos.

Mención especial precisan los gastos financieros por ser la expresión en la cuenta de resultados de la forma de financiación seguida por la empresa. Es la partida de gastos donde se producen las mayores diferencias. El grupo AUTO, por sus características especiales, no presenta valor alguno dada la nula existencia de fondos ajenos a largo plazo. Por el contrario FILAP es la que presenta la mayor participación de los gastos financieros respecto las ventas, situándose en torno al 3%. Entre ellos se hayan ubicadas las empresas que han obtenido apoyos públicos en el siguiente orden: CRUCE, CERSA e ICO. Por tanto, las empresas que han acudido a ambas ayudas son las que soportan una mayor carga financiera, seguidas de las empresas que han obtenido avales. Las empresas con mayores dificultades para acceder a la financiación a largo plazo resultan penalizadas en términos financieros si se comparan con CONTROL. No obstante, pese a ese mayor coste financiero, que paga el riesgo que asume la banca, las ayudas públicas han permitido a las empresas acceder a financiación a largo plazo en condiciones más ventajosas que las empresas que la han obtenido sin intermediar agentes públicos (FILAP).

En el cuadro 4.11 se contrasta estadísticamente las diferencias de medias entre los grupos. Salvo FILAP y CRUCE que presentan un comportamiento similar pero independiente del resto. Además, del análisis de la tendencia de la ratio puede desprenderse que las empresas de CONTROL apenas soportan gastos financieros durante el primer quinquenio de vida. Entre las causas explicativas

destaca el menor acceso al crédito bancario a largo plazo, que conduce a financiarse con fondos propios y con recursos a corto plazo, tal como se detalla al describir la estructura del capital financiero (gráfico 4.10). Sin embargo, el origen de la financiación cortoplacista y el reducido impacto del coste financiero sobre la cifra de negocios parecen indicar que los empresarios obtienen gran parte de su financiación en los momentos iniciales de las aportaciones y préstamos realizados por familiares y amigos.

Cuadro 4.11. Comparación de las diferencias en el gasto financiero por tipo de financiación.

Significación estadística	Kruskal-Wallis	Kolmogorov	ANOVA	Levene	Brown-Forsthe
	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Prueba de comparaciones múltiples según el tipo de financiación (Tamhane)					
Grupos	CERSA	CRUCE	AUTO	FILAP	CONTROL
ICO	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
CERSA		0,000	0,000	0,000	0,000
CRUCE			0,000	0,953	0,000
AUTO				0,000	0,000
FILAP					0,000

Fuente: Elaboración propia.

Si se analiza la contribución de los gastos financieros según el tamaño empresarial no puede afirmarse que existan estadísticamente comportamientos diferenciados. Sin embargo, aunque el tamaño no resulte significativo estadísticamente al comienzo de la actividad, no puede afirmarse que esta variable no influya en la determinación del coste financiero durante su fase de crecimiento y expansión. El sector de actividad y la localización geográfica si se muestran como un elemento diferenciador. Los sectores tradicionales (agrario, extractivas y manufactureras) muestran un coste financiero más elevado que el sector comercio o servicios. Por ubicación, es Madrid la que presenta un coste financiero más bajo en contraposición con las empresas ubicadas en Noreste que se sitúa en el otro extremo. Algunos motivos que pueden explicar este menor coste financiero es la mayor proporción de empresas comerciales y de servicios en la capital, así como la mayor competencia de entidades financieras que concentra Madrid.

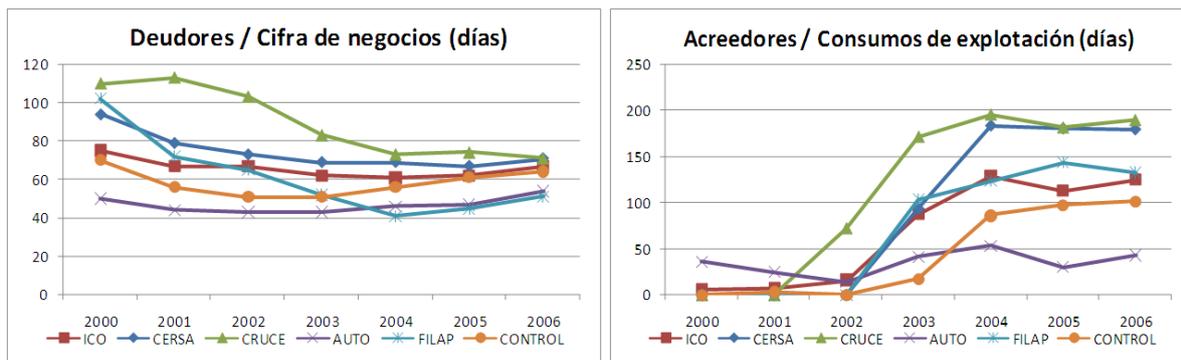
2.2.5 Ratios de gestión-rotaciones.

Los ratios que se utilizan están relacionados con la forma en la que la empresa lleva a cabo su gestión comercial con sus deudores y acreedores, aprovechando la denominada financiación espontánea. La ratio deudores sobre cifra de negocios indica el tiempo que la empresa tarda en cobrar a sus clientes, mientras que la ratio que relaciona acreedores respecto consumos de explotación supone una aproximación al crédito de provisión. Esto es, el tiempo que la empresa difiere el pago de sus obligaciones comerciales. Para los valores medianos, la evolución de los ratios durante el periodo 2000-2006 se muestran en el gráfico 4.14 y los contrastes estadísticos en el cuadro 4.12.

La primera ratio muestra la política de relación con los clientes. En la etapa de introducción de la empresa en el mercado, de forma paralela a las estrategias de marketing, los esfuerzos deben

dirigirse a dar a conocer los productos y conceder facilidades de pago a los clientes. Las empresas que más agresivas se muestran en su política comercial son las que han recibido ayudas públicas, CRUCE, CERSA e ICO (entre 60 y 75 días de cobro a los clientes). No obstante, esta herramienta comercial supone asumir unos costes implícitos derivados de la financiación que se hace al cliente, así como un riesgo de crédito por clientes poco solventes (con los problemas de selección adversa que esto genera). Pese a estos riesgos, destaca como las empresas de CRUCE, las más necesitadas de apoyo público, a la vez son las que más plazos conceden a sus clientes. No obstante, a partir del año 2004, coincidiendo con el crecimiento de la empresa, los plazos tienden a estabilizarse en torno a los 70 días en todos los grupos analizados.

Gráfico 4.14. Evolución de los indicadores de gestión-rotaciones según financiación.



Fuente: Elaboración propia. Base SABI 2008.

La ratio acreedores entre consumos de explotación presenta un comportamiento errático. En los momentos constitutivos los proveedores apenas dan margen para pagar sus obligaciones, pero a partir que la empresa empieza a establecer contactos más frecuentes con sus proveedores el periodo de pago se incrementan de forma considerable. CRUCE y FILAP, las más financiadas a largo plazo, son las que más días emplean en ejecutar sus pagos (entre 150 y 180 días). No obstante, las diferencias existentes entre los grupos no son significativas, a excepción de AUTO. Cabe destacar como las empresas de AUTO son las que mejor gestionan la financiación espontanea de sus clientes pero no la de sus proveedores. A sus clientes les cobra en un plazo medio de 40 días, mientras que a sus proveedores les abonan sus deudas en torno a los 50 días, aprovechando posiblemente las ventajas de los descuentos financieros por pronto pago, por lo que mantienen su de liquidez (como puede verse en la siguiente categoría de indicadores). Dentro de este grupo se encuentran dos categorías diferenciadas de empresas: de un lado, aquellas que no desean recurrir a recursos ajenos a largo plazo y, de otra, aquellas que sufren el rechazo del mercado de crédito. Estas últimas, a las que el propio mercado financiero les niega el crédito, por considerarlas de alto riesgo, sufren a su vez esta restricción también de sus proveedores.

Un análisis por tamaños ratifica estadísticamente que a mayor dimensión mayor es el plazo de cobro concedido a los clientes y menores son las facilidades de pago concedidas por los proveedores, aunque esta última no se ratifica estadísticamente. Sectorialmente, también se

producen diferencias. Las empresas dedicadas a los servicios (a excepción de la distribución comercial), caracterizadas por tener una mayor atomización de su demanda, con un elevado número de clientes de facturación porcentualmente reducida, son las que más aprovechan las ventajas del reducido diferimiento del cobro a los clientes (60 días) y del dilatado periodo de tiempo para el cumplimiento de sus obligaciones de pago (180 días). Seguidamente se encuentran las empresas comerciales, pero con un menor aprovechamiento de la financiación sin coste de los proveedores. Por su parte, las empresas industriales, con pocos clientes pero de elevada facturación, son las que mayor periodo de cobro conceden a sus clientes. Finalmente, no se producen diferencias significativas si el análisis se realiza en función de los criterios NUT-1.

Cuadro 4.12. Comparación de las diferencias en el crédito a clientes por sector de actividad.

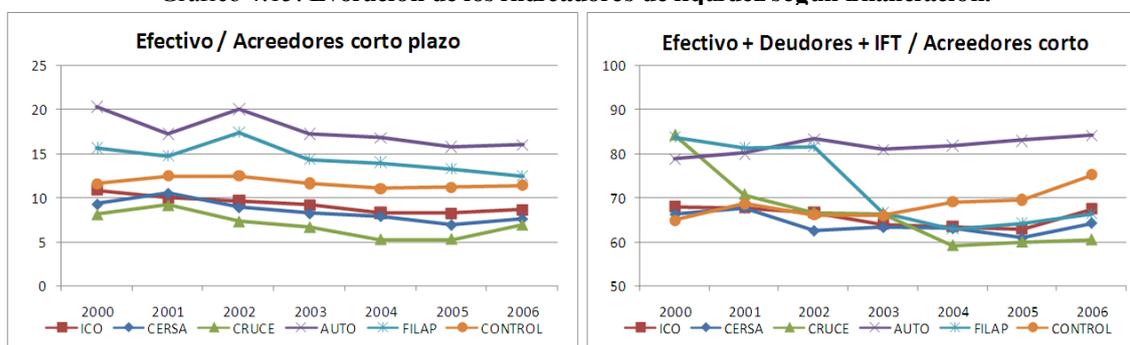
Significación estadística	Kruskal-Wallis	Kolmogorov	ANOVA	Levene	Brown-Forsthe	
	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	
Prueba de comparaciones múltiples según el tipo de financiación (Tamhane)						
Grupos	Extractivas	Man. Trad.	Man. Inter.	Construc.	Comercio	Servicios
Agrario	0,146	0,808	0,842	0,000	0,000	0,000
Extractivas		0,006	0,719	0,000	0,000	0,000
Man. Trad.			0,000	0,000	0,000	0,000
Man. Inter.				0,000	0,000	0,000
Construc.					0,000	1,000
Comercio						0,000

Fuente: Elaboración propia.

2.2.6 Ratios financieros indicativos de liquidez.

Para los valores medianos, la evolución de las ratios efectivo sobre acreedores a corto plazo y (efectivo + deudores + inversiones financieras temporales) sobre acreedores a corto durante el periodo 2000-2006 se muestran en el gráfico 4.15 y los contrastes estadísticos en el cuadro 4.13.

Gráfico 4.15. Evolución de los indicadores de liquidez según financiación.



Fuente: Elaboración propia. Base SABI 2008.

Como pudo comprobarse en las ratios sobre rotaciones, las empresas de AUTO son las que presentan los mayores niveles de medios líquidos disponibles gracias al buen aprovechamiento de su financiación espontanea y la inexistencia de fuentes ajenas a largo plazo, poniendo de manifiesto una política de minimización de riesgos financieros. Por el contrario, las empresas que recurren a apoyos públicos presentan un valor positivo de la ratio pero por debajo del grupo de CONTROL. Aunque presentan valores muy cercanos, las que menos liquidez aportan son las empresas que han

obtenido avales (en especial CRUCE), en parte, por sus mayores dificultades de acceso a la financiación que les empuja a utilizar todos sus recursos para mantener su capacidad productiva y respuesta financiera, así como por el mayor volumen de ingresos destinados a pagar los intereses de la financiación.

La evolución temporal de la serie presenta una tendencia ligeramente decreciente, que no impide el mantenimiento de un exceso de flujos de efectivo por parte de todos los grupos. Este comportamiento parece indicar una gestión financiera conservadora a fin de poder cumplir estrictamente con las correspondientes obligaciones de pago. No obstante, esta actitud conlleva una serie de costes implícitos, pero también en términos de coste oportunidad, al no aprovechar esos excedentes en inversiones rentables o mantener su capacidad productiva con la consecuyente reducción de sus rentabilidades. Por tanto, en la etapa inicial de su actividad el empresario prefiere renunciar a altas rentabilidades en pro de transmitir un menor riesgo, mientras que conforme la empresa consigue sobrevivir en el mercado se produce una optimización de la gestión de los activos corrientes.

Cuadro 4.13. Comparación de las diferencias en la ratio de tesorería por tipo de financiación.

Significación estadística	Kruskal-Wallis	Kolmogorov	ANOVA	Levene	Brown-Forsthe
	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Prueba de comparaciones múltiples según el tipo de financiación (Tamhane)					
Grupos	CERSA	CRUCE	AUTO	FILAP	CONTROL
ICO	1,000	0,000	0,000	0,000	0,000
CERSA		0,000	0,000	0,000	0,000
CRUCE			0,000	0,000	0,000
AUTO				0,404	0,000
FILAP					0,817

Fuente: Elaboración propia.

Si se tienen en cuenta otros componentes de carácter corriente, además del efectivo, como son los deudores y las inversiones financieras de carácter temporal, el valor de la ratio se incrementa pero manteniendo el comportamiento general al descrito anteriormente, a excepción de las empresas de FILAP que experimentan a partir del año 2002 una drástica bajada motivada por la reducción del periodo de cobro a sus clientes.

Respecto al tamaño empresarial, la ratio efectivo entre acreedores a corto plazo presenta una relación inversa. La estructura de las microempresas, fuertemente endeudas a corto plazo, les obliga a mantener la mayor liquidez para poder afrontar sus obligaciones corrientes de pago y así mostrar una garantía frente a sus acreedores. Sin embargo, la otra ratio utilizada para medir la liquidez de la empresa presenta una ordenación directa, de manera que a mayor tamaño se alcanza una mayor garantía de cumplimiento de los compromisos de pago en el corto plazo por la mayor acumulación de activos corrientes (clientes e inversiones de carácter temporal), aunque no se conozca con exactitud cuánto tiempo ha de transcurrir para que se transformen en medios líquidos.

Por ramas de actividad, estadísticamente, los servicios presentan un comportamiento diferenciado al resto de sectores por mantener la mayor liquidez para hacer frente a sus obligaciones de pago, por la rápida conversión en efectivo de sus clientes, el mejor aprovechamiento de la financiación espontánea de sus proveedores y de su elevado fondo de maniobra, tal como se desprende de los indicadores sobre rotaciones. Por el contrario, los sectores que se dedican a la venta de bienes (manufacturas, comercio) ofrecen políticas menos conservadoras en la retención de flujos de efectivo. Finalmente, la localización geográfica de las empresas no es una variable indicativa de diferencias en los comportamientos de las empresas.

2.2.7 Ratios financieros indicativos de solvencia.

1. Activo total ÷ Exigible total.
2. Gastos financieros ÷ Recursos generados totales.
3. Capacidad de devolución.

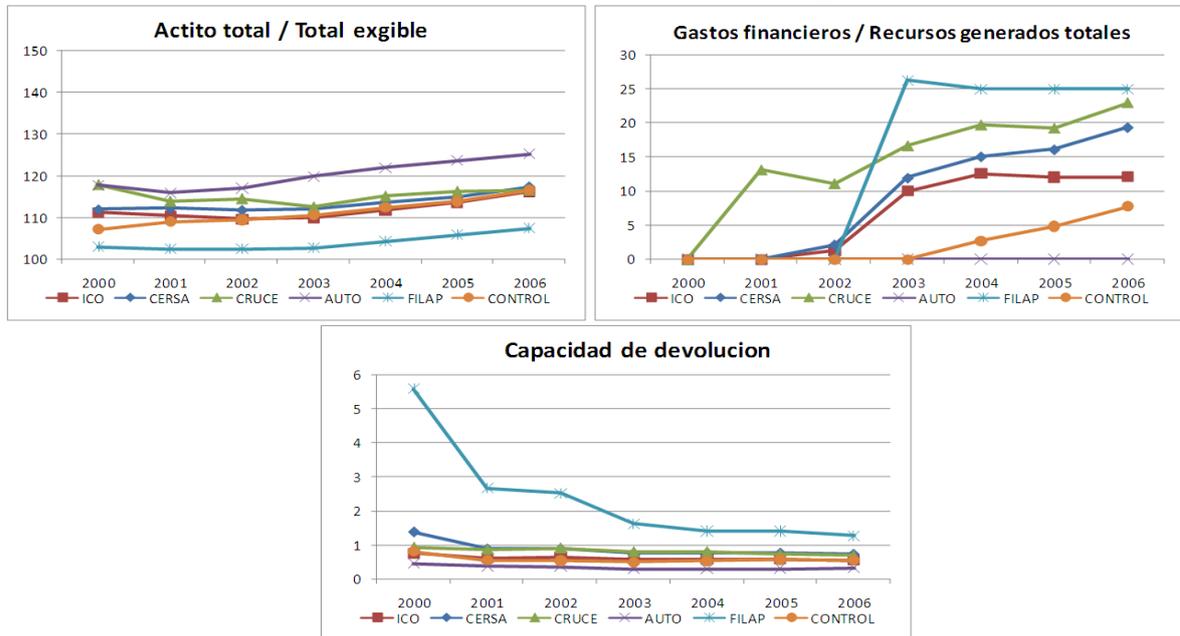
Los indicadores de solvencia, a diferencia de los de liquidez, miden la capacidad de pago de la empresa a medio y largo plazo. Su evolución gráfica se muestra en el gráfico 4.16. Para la ratio activo sobre el total de fondos exigibles todos los grupos manifiestan un comportamiento financiero solvente, con una tendencia creciente a partir del año 2003 según van consolidando su actividad y su posición en el mercado. La evolución temporal demuestra que a lo largo de la vida de la empresa, con independencia de su financiación, estas incrementan sus niveles de solvencia. Los grupos que han obtenido ayudas públicas mantienen un nivel de solvencia ligeramente por encima al CONTROL formando un grupo homogéneo distinto de las empresas de AUTO y FILAP. Como cabría esperar, las empresas de AUTO, de menor endeudamiento, son las que menos tienen financiadas sus inversiones con fondos ajenos, lo que incrementa notablemente su solvencia. Sin embargo, este mayor nivel de seguridad frente al pago de sus obligaciones se traduce en un decremento de su rentabilidad financiera que se agudiza en el tiempo por la falta de recursos a largo y la incapacidad para aprovechar su apalancamiento.

La ratio que relaciona los gastos financieros con los recursos generados totales² mide la solvencia de la empresa a partir de la cuenta de pérdidas y ganancias de la empresa considerando la obligación de retribución asumida por la empresa respecto de la financiación utilizada. Los resultados son similares a los descritos en los indicadores de gestión de costes. La evidencia gráfica indica que cuanto mayor son las restricciones que tienen las empresas para acceder a financiación a largo plazo, por la mayor dedicación de recursos para sufragarlos, con más intensidad acuden a los apoyos públicos. La excepción son las empresas de FILAP que presentan un mayor impacto debido a su mayor dependencia de fondos ajenos sin intervención de carácter público. Por tanto, pese a

² Se consideran recursos generados totales el importe neto de la cifra de negocios más los fondos de mantenimiento dotados por la empresa (amortizaciones de inmovilizado y provisiones).

contar con apoyos públicos no se consigue reducir la retribución del capital ajeno hasta el nivel de las empresas del CONTROL (12 euros por cada 100 euros de *cash-flow*). Las empresas de ICO, con un comportamiento diferenciado del resto de grupos, son las que más proximidad guardan con CONTROL. No obstante, pese a su reducido fondo de maniobra, las empresas del ICO presentan un menor riesgo de insolvencia por la preocupación de dar cobertura a las cargas financiera con los resultados obtenidos.

Gráfico 4.16. Evolución de los indicadores de solvencia según financiación.



Fuente: Elaboración propia. Base SABI 2008.

La ratio capacidad de devolución relaciona los recursos ajenos totales de la empresa con los recursos totales generados. Cuanto más alto se muestre la ratio peor capacidad de devolución por los mayores recursos financieros ajenos y los menores recursos generados para poder amortizarlos. Las empresas de FILAP son las que muestran un peor comportamiento, en especial, durante los tres primeros años, aunque al final del periodo convergen con el resto de grupos. Este comportamiento puede ser debido al alto peso de los fondos ajenos a largo plazo y por la menor eficiencia empresarial, como se apreció al analizar la rentabilidad económica, que limita su capacidad de generación de recursos. Las empresas que han acudido al ICO y simultáneamente han obtenido un aval (CRUCE) mantienen un comportamiento homogéneo similar al grupo de CONTROL, con una generación de recursos 1.5 veces superior al volumen de deudas. Por su parte, las empresas que han obtenido únicamente un aval de una SGR presentan una capacidad de devolución inferior al grupo de CONTROL. Por tanto, puede deducirse que a mayor dificultad de acceso al mercado de crédito y a mayor intensidad del apoyo financiero peor es la capacidad de devolución de las deudas. No obstante, esta ratio puede interpretarse también de forma temporal, de tal forma que las empresas que han obtenido apoyos financieros en su etapa de crecimiento podrían devolver todas sus deudas contraídas con los recursos que obtengan en menos de un año, mientras que las empresas de FILAP

no podrían cancelar en el corto plazo todas sus deudas. Estadísticamente estos resultados se confirman con los contrastes estadísticos que se presentan en el cuadro 4.14.

Por tamaño empresarial, los indicadores de solvencia contrastan diferencias significativas y de carácter directo. A menor dimensión empresarial más dificultades para mantener unos niveles de solvencia elevados desde un punto de vista patrimonial, menor capacidad para garantizar la devolución de las deudas contraídas y mayor cantidad de *cash-flow* destinada a remunerar los capitales ajenos. No obstante, en relación a la capacidad de devolución, las diferencias sólo son significativas entre micro y pequeñas empresas. Sectorialmente, son las empresas comerciales las que más debilidad financiera presenta respecto a la devolución de las deudas, aunque son las empresas extractivas y manufactureras las que soportan mayores costes financieros respecto a los recursos que generan. Resultados que se evidencian como los obtenidos en los indicadores de gestión.

Cuadro 4.14. Comparación de las diferencias en la capacidad de devolución por tipo de financiación.

Significación estadística	Kruskal-Wallis	Kolmogorov	ANOVA	Levene	Brown-Forsythe
	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Prueba de comparaciones múltiples según el tipo de financiación (Tamhane)					
Grupos	CERSA	CRUCE	AUTO	FILAP	CONTROL
ICO	0,000	0,899	0,000	0,000	0,812
CERSA		0,010	0,000	0,000	0,000
CRUCE			0,000	0,000	0,999
AUTO				0,000	0,000
FILAP					0,000

Fuente: Elaboración propia.

2.3. Análisis de componentes principales y modelo econométrico.

Para conocer que variables de las descritas anteriormente afectan más significativamente a los ratios de eficiencia empresarial se propone un análisis multivariable de interdependencias entre variables y un modelo econométrico.

Con el estudio factorial, mediante el método de componentes principales, se persigue reducir el elevado número de variables empleadas, encontrando dimensiones comunes que relacionen a las distintas ratios. El análisis se ha realizado sobre cada una de las variables de eficiencia considerando como variables explicativas a las veinte ratios determinantes de la estructura del capital económico, financiero, de gestión de costes, de liquidez, de solvencia y de coberturas de la empresa. Con esta metodología, además de facilitar la interpretación y el manejo de la información, se posibilita el conocimiento de un conjunto de factores independientes que expliquen el máximo porcentaje de la varianza total de las variables (Peña, 2002:347-382, Hair *et al*,1999:80-121) relacionadas con la estructura económico-patrimonial de las empresas de reciente creación.

Posteriormente, los componentes obtenidos en el análisis factorial serán considerados en un segundo análisis basado en un modelo econométrico de regresión, de corte transversal, con introducción de variables ficticias o “*dummies*” a efectos de determinar la significatividad tanto de los componentes principales como de los criterios de segmentación utilizados para clasificar las muestras (origen de la fuente de financiación, tamaño empresarial, sector de actividad y la localización geográfica) al explicar las variables de eficiencia empresarial, de tal forma que las relaciones de las variables vengan dadas por su matriz de correlaciones.

2.3.1 Análisis de componentes.

La operativa seguida para la extracción de los factores se encuentra condicionada por la variable de eficiencia que se trate de explicar. Esto es, como se anticipó en el capítulo 3 dedicado a la metodología del análisis, las bases de datos deben ser limpiadas para eliminar las colas causantes de distorsiones. En nuestro caso la depuración ha sido del 5 por ciento de los valores extremos, por variable, de tal forma que cada ratio de eficiencia cuente con sus propios factores explicativos. Los indicadores de los que obtener sus componentes principales han sido: la rentabilidad (tanto económica como financiera), la productividad, y el EBITDA relativizado sobre el total del activo y el importe neto de la cifra de negocios. A partir de los coeficientes de correlación para el conjunto de variables consideradas explicativas (activo corriente sobre no activo no corriente, gastos de personal sobre cifra de negocios, etc.) el análisis factorial determina si subyace un patrón de relaciones entre ellas, de tal forma que las ratios pueden ser reordenadas en un nuevo conjunto menor de factores independientes, no observables, que agrupen las interrelaciones observadas en los datos y se configuren como nuevas variables con significado económico.

Para la determinación de los componentes se han considerado aquellos que presentan unos autovalores superiores a la unidad, tras su rotación mediante el método *varimax*. Los factores obtenidos se presentan en la tabla 4.1. A cada componente identificado se le ha asociado una denominación concreta que se corresponde con un concepto económico-financiero, a efectos de facilitar su contenido e interpretación. Para las distintas ratios de eficiencia se han obtenido entre 9 y 10 factores, los cuales explican más del 70% de la varianza total (salvo la rentabilidad financiera con un porcentaje del 67%), por lo que el análisis realizado se muestra eficiente. Estadísticamente se ha comprobado la adecuación del modelo mediante el contraste de esfericidad de Barlett con un nivel de significación de cero y mediante la medida de adecuación muestral de Kaiser-Meyer y Olkin con un valor próximo a la unidad (Santesmases, 2007:358-372). Los diez factores que se obtienen son los siguientes:

Tabla 4.1: **Componentes principales de variables de eficiencia.**

Componentes del Análisis Factorial
Componente 1: Estructura del capital financiero.
Componente 2: Gestión de la cifra de negocios
Componente 3: Gestión del fondo de maniobra.
Componente 4: Liquidez y solvencia.
Componente 5: Estructura económica.
Componente 6: Periodos medios de devolución.
Componente 7: Política contable y fiscal.
Componente 8: Gestión del pasivo corriente.
Componente 9: Costes financieros.
Componente 10: Crédito de provisión.

Fuente: Elaboración propia.

Seguidamente se detalla las variables que configuran cada uno de los componentes obtenidos:

1. **Componente estructura del capital financiero**: integra aquellas ratios relacionadas con la participación del patrimonio neto y del pasivo corriente con respecto al total de la estructura de financiación de la empresa. Internamente la relación de ambas variables es negativa, ya que a menor participación de los fondos propios mayor peso supone las obligaciones financieras y comerciales a corto plazo.

2. **Componente gestión de la cifra de negocios**: este se encuentra formado por las ratios que inciden en la gestión a corto plazo de los consumos de explotación y los gastos de personal, dos de las partidas que más intensamente se utilizan en los momentos constitutivos y que consumen la mayor parte de los ingresos obtenidos por la actividad ordinaria de la empresa. La relación existente entre ambas es positiva. Sin embargo, para la ratio EBITDA sobre importe de la cifra neta de negocios este componente ofrece una relación negativa.

3. **Componente de gestión del fondo de maniobra**: Este factor es indicativo del equilibrio económico-financiero de las empresas. La principal ratio que lo conforma es la que relaciona la financiación permanente con el activo no corriente, lo que es, una aproximación al fondo de maniobra. A su vez se incluye la ratio que relaciona el peso de activo corriente respecto al activo de carácter duradero. La relación entre ambas variables es, como cabría de esperar, positiva. A mayor fondo de maniobra mayor volumen de activos corrientes y mayor disponibilidad de recursos a largo plazo para financiarlos.

4. **Componente liquidez y solvencia**: representan la capacidad de la empresa para hacer frente a sus obligaciones corrientes en el corto plazo de sus factores productivos, así como su capacidad más dinámica a largo plazo, como garantía de devolución del total de sus deudas contraídas. Las ratios que componen este factor son: efectivo sobre acreedores a corto plazo, (deudores + efectivo + inversiones financieras temporales) sobre acreedores y total del activo sobre el total exigible. La relación de ambas variables es positiva.

5. **Componente estructura del capital económico:** contiene las ratios representativas de varias partidas de la composición del activo de la empresa, así como el peso de los fondos a largo plazo en la financiación de la empresa. La relación de ambas variables muestra una incidencia positiva entre el activo no corriente y la disposición de fondos a largo para poder adquirirlos y negativa con la acumulación de existencias. Esta última variable no se encuentra en este componente cuando se utiliza la variable EBITDA respecto a la cifra de negocios.

6. **Componente periodo medio de devolución:** este factor comprende dos ratios que se relacionan de forma positiva con el comportamiento del factor: el crédito concedido a los clientes y la capacidad de devolución de la empresa como medida de solvencia a largo plazo. Siempre que la empresa cuente con un dilatado margen temporal para cumplir con sus obligaciones financieras a largo plazo puede maniobrar con el periodo de cobro concedido a los clientes, que en los momentos de entrada al mercado debe ser amplio como forma de captación y retención de la cartera de clientes. Para la productividad además se incluye positivamente el componente de solvencia que relacionan los gastos financieros con los recursos generados totales.

7. **Componente de política contable y fiscal:** Este componente lo conforma exclusivamente las amortizaciones practicadas sobre el activo de carácter duradero. Es un indicador de la política fiscal seguida por la empresa, de gran trascendencia en las empresas de reducida dimensión que gozan de ciertos beneficios fiscales como forma de aliviar presión fiscal. Para la rentabilidad financiera esta variable se relaciona positivamente con el periodo de pago concedido por los proveedores.

8. **Componente de gestión del pasivo corriente:** Este factor lo configuran positivamente la relación entre el pasivo corriente sobre la financiación permanente y a ratio deudores comerciales sobre acreedores. Las ratios integrantes de este factor se encuentran agrupadas en otros para el caso de la rentabilidad financiera.

9. **Componente de costes financieros:** Es el componente que presenta más heterogeneidad según se analice una variable de eficiencia u otra. Para la rentabilidad económica y el EBITDA sobre el activo total este factor lo integran los gastos financieros sobre el importe neto de la cifra de negocios y sobre los recursos generados totales. Sin embargo, para la rentabilidad financiera se incorporan a estas variables las relacionadas con la gestión del pasivo corriente. Por su parte, para la productividad se relacionan los gastos financieros con el crédito concedido por los proveedores, mientras que para el EBITDA respecto a la cifra de negocios se relaciona positivamente con las cantidades debidas a corto plazo por cada unidad de financiación permanente. Estas relaciones ponen de manifiesto que cuanto mayor sea el grado de financiación a corto plazo mayor es el coste financiero que se debe asumir.

10. **Componente de crédito de provisión:** Este factor sólo se aprecia si se considera la rentabilidad económica o el EBITDA. La variable que lo integra es el periodo medio pago a los proveedores.

Si bien la ordenación de los anteriores componentes no es la misma para cada una de las variables, destaca como el componente relacionado con la estructura financiera de la empresa es el que más saturación de la información reporta en todas las variables. Esto pone de manifiesto que las decisiones de financiación de la empresa que configuran la estructura de su pasivo son relevantes en la consecución de los niveles de eficiencia técnica y económica-financiera. Seguidamente, por orden de importancia, se encuentra la contribución de los principales inputs productivos (consumos de explotación y gastos de personal) sobre las ventas del negocio y la gestión de fondo de maniobra. Estas variables señalan como la aptitud y la habilidad que muestre el empresario-propietario para adquirir conocimientos en la mejora de la gestión de los recursos que utiliza en su actividad, con objeto de reducirlos, y las habilidades comerciales en la relación con clientes-proveedores para aprovechar la financiación espontánea y el fondo de maniobra, que les permita renovar sus bienes productivos, resultan significativos para mantener unos aceptables niveles de eficiencia. Los componentes no correlacionados obtenidos para cada una de las variables se presentan en los cuadros 4.16 a 4.20. Para facilitar la interpretación se han considerado aquellos componentes que presentan un coeficiente con valor absoluto superior a 0.45. En las últimas filas de cada cuadro se indica el valor de la varianza, el porcentaje de la varianza explicada por cada componente y el valor de la varianza acumulada hasta cada componente.

A modo de resumen se presenta el cuadro 4.15 con la especificación de los componentes explicativos y la ordenación, por capacidad explicativa de la varianza, de cada una de las variables de eficiencia. Los cinco conjuntos de componentes encontrados han permitido la obtención de agrupaciones con sentido económico-financiero, semejantes al esquema de ratios descrito en el capítulo metodológico (Cuadro 3.15).

Cuadro 4.15. **Componentes explicativos de las ratios de eficiencia empresarial.**

Componentes del Análisis Factorial	Factores explicativos de las ratios de eficiencia				
	Rentabilidad Económica	Rentabilidad Financiera	Productividad	EBITDA ÷ Activo	EBITDA ÷ Cifra de negocios
Componente 1	Estructura del Capital Financiero				
Componente 2	Gestión de la Cifra de Negocios				Gest. Fon. Man.
Componente 3	Gestión Fondo de Maniobra		Liq - Solv	Ges. Fon. Man.	Liq - Solv
Componente 4	Liquidez y Solvencia		Gest. Fon. Man.	Liq - Solv	Estruc. Econó.
Componente 5	Estructura del Capital Económico				Periodo Dev.
Componente 6	Periodos medios de devolución				Gest. Cifra Neg.
Componente 7	Costes Financieros				
Componente 8	Pol. Contable	Costes Finan (II)	Gest. Pas. Corr.	Pol. Contable	Gest. Pas. Corr.
Componente 9	Gest. Pas. Corr.	Pol. Contable		Gest. Pas. Corr.	0
Componente 10	Cred. Provisión	-	-	Crédito de Provisión	
Varianza explicada	71,15%	66,31%	65,40%	71,19%	70,10%

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 4.16. Matriz de componentes rotados sobre la base de la rentabilidad económica con eliminación del 5% de los extremos.

Rentabilidad económica	Estructura del capital financiero	Gestión cifra de negocios	Gestión fondo de maniobra	Liquidez y solvencia	Estructura económica	Periodo medios de devolución	Costes financieros	Políticas contables	Gestión pasivo corriente	Crédito de provisión	Comunalidad
Patrimonio neto ÷ Patrimonio neto y pasivo	0,9821										0,9274
Pasivo corriente ÷ Pasivo no corriente y pasivo corriente	-0,952										0,6871
Consumos de explotación ÷ Cifra de negocios		0,9865									0,5529
Gastos de personal ÷ Cifra de negocios		0,9812									0,9715
Activo corriente ÷ Activo no corriente			0,961								0,989
Patrimonio neto y pasivo no corriente ÷ Activo no corriente			0,9633								0,597
Efectivo y otros activos disponibles ÷ Acreedores a corto plazo				0,794							0,9298
Deudores + Efectivo + IFT ÷ Acreedores a corto plazo				0,8452							0,4441
Total Activo ÷ Pasivo no corriente + Pasivo corriente				0,6553							0,9758
Inmovilizado material ÷ Total Activo					0,8162						0,9638
Existencias ÷ Total Activo					-0,5633						0,3482
Pasivo no corriente ÷ Patrimonio neto y pasivo					0,7185						0,5416
Crédito concedido a clientes (días)						0,6865					0,8251
Capacidad de devolución						0,6797					0,6323
Gastos financieros ÷ Cifra de negocios							0,4745				0,7183
Gastos financieros ÷ Recursos generados totales							0,6395				0,4344
Dotaciones a la amortización ÷ Inmovilizado material								0,9844			0,5219
Pasivo corriente ÷ Patrimonio neto y Pasivo no corriente									0,7447		0,6767
Acreedores corto plazo ÷ Deudores corto plazo									0,5754		0,9667
Crédito concedido por proveedores (días)										0,905	0,5281
Varianza	1,8846	0,9648	1,9091	1,7828	1,5824	1,0495	0,0483	1,0026	1,003	1,004	
% Varianza explicada	9,42	9,82	9,55	8,91	7,91	5,25	5,24	5,01	5,02	5,02	
% Varianza acumulada	9,42	19,24	28,79	37,7	45,61	50,86	56,1	61,11	66,13	71,15	

Cuadro 4.17. Matriz de componentes rotados sobre la base de la rentabilidad financiera con eliminación del 5% de los extremos.

Rentabilidad financiera	Es estructura del capital financiero	Gestión cifra de negocios	Gestión fondo de maniobra	Liquidez y solvencia	Es estructura económica	Periodo medios de devolución	Costes financieros (I)	Costes financieros (II)	Política de amortizaciones y pagos	Comunalidad
Patrimonio neto ÷ Patrimonio neto y pasivo	0,9996									0,9332
Pasivo corriente ÷ Pasivo no corriente y pasivo corriente	-0,9995									0,6994
Consumos de explotación ÷ Cifra de negocios		0,968								0,5579
Gastos de personal ÷ Cifra de negocios		0,9635								0,647
Activo corriente ÷ Activo no corriente			0,964							0,9998
Patrimonio neto y pasivo no corriente ÷ Activo no corriente			0,9635							0,44
Efectivo y otros activos disponibles ÷ Acreedores a corto plazo				0,797						0,9345
Deudores + Efectivo + IFT ÷ Acreedores a corto plazo				0,8498						0,4897
Total Activo ÷ Pasivo no corriente + Pasivo corriente				0,6522						0,9382
Inmovilizado material ÷ Total Activo					0,833					0,9298
Existencias ÷ Total Activo					-0,6165					0,1897
Pasivo no corriente ÷ Patrimonio neto y pasivo					0,5869					0,5143
Crédito concedido a clientes (días)						0,695				0,6445
Capacidad de devolución						0,6255				0,636
Gastos financieros ÷ Recursos generados totales							0,4615			0,7252
Pasivo corriente ÷ Patrimonio neto y Pasivo no corriente							0,7058			0,4267
Gastos financieros ÷ Cifra de negocios								0,6805		0,5493
Acreedores corto plazo ÷ Deudores corto plazo								0,3016		0,4889
Dotaciones a la amortización ÷ Inmovilizado material									0,678	0,9997
Crédito concedido por proveedores (días)									0,7047	0,507
Varianza	2,0036	1,9555	1,9048	1,7899	1,4838	1,0458	1,0522	1,0178	1,0074	
% Varianza explicada	10,02	9,78	9,52	8,95	7,42	5,23	5,26	5,09	5,04	
% Varianza acumulada	10,02	19,8	29,32	38,27	45,69	50,92	56,18	61,27	66,31	

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 4.18. Matriz de componentes rotados sobre la base de la productividad con eliminación del 5% de los extremos.

Productividad	Es estructura del capital financiero	Gestión cifra de negocios	Liquidez y solvencia	Gestión Fondo de maniobra	Estructura Económica	Periodo medios de devolución	Costes financieros	Gestión pasivo corriente	Políticas contables	Comunalidad
Patrimonio neto ÷ Patrimonio neto y pasivo	0,9987									0,7919
Pasivo corriente ÷ Pasivo no corriente y pasivo corriente	-0,9976									0,6868
Consumos de explotación ÷ Cifra de negocios		0,9894								0,4814
Gastos de personal ÷ Cifra de negocios		0,9893								0,9092
Efectivo y otros activos disponibles ÷ Acreedores a corto plazo			0,8604							0,9988
Deudores + Efectivo + IFT ÷ Acreedores a corto plazo			0,8958							0,5498
Total Activo ÷ Pasivo no corriente + Pasivo corriente			0,5733							0,7906
Activo corriente ÷ Activo no corriente				0,8843						0,4219
Patrimonio neto y pasivo no corriente ÷ Activo no corriente				0,8878						0,9792
Inmovilizado material ÷ Total Activo					0,823					0,9789
Existencias ÷ Total Activo					-0,6053					0,4381
Pasivo no corriente ÷ Patrimonio neto y pasivo					0,6578					0,1486
Crédito concedido a clientes (días)						0,2934				0,7812
Gastos financieros ÷ Recursos generados totales						0,5234				0,742
Capacidad de devolución						0,6098				0,8043
Gastos financieros ÷ Cifra de negocios							0,466			0,3298
Crédito concedido por proveedores (días)							0,8626			0,3669
Pasivo corriente ÷ Patrimonio neto y Pasivo no corriente								0,7049		0,4999
Acreedores corto plazo ÷ Deudores corto plazo								0,6166		0,9975
Dotaciones a la amortización ÷ Inmovilizado material									0,9532	0,3812
Varianza	1,994	1,9616	1,8799	1,6063	1,5266	1,0771	1,0265	1,0062	1,0027	
% Varianza explicada	9,97	9,81	9,4	8,03	7,63	5,39	5,13	5,03	5,01	
% Varianza acumulada	9,97	19,78	29,18	37,21	44,84	50,23	55,36	60,39	65,4	

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 4.19. Matriz de componentes rotados sobre la base del EBITDA sobre el activo total, con eliminación del 5% de los extremos.

EBITDA / ACTIVO TOTAL	Es estructura del capital financiero	Gestión cifra de negocios	Gestión fondo de maniobra	Liquidez y solvencia	Es estructura económica	Periodo medios de devolución	Costes financieros	Políticas contables	Gestión pasivo corriente	Crédito de provisión	Comunalidad
Patrimonio neto ÷ Patrimonio neto y pasivo	0,981										0,9278
Pasivo corriente ÷ Pasivo no corriente y pasivo corriente	-0,9509										0,6857
Consumos de explotación ÷ Cifra de negocios		0,9865									0,5455
Gastos de personal ÷ Cifra de negocios		0,9811									0,9607
Activo corriente ÷ Activo no corriente			0,9613								0,9892
Patrimonio neto y pasivo no corriente ÷ Activo no corriente			0,9636								0,6003
Efectivo y otros activos disponibles ÷ Acreedores a corto plazo				0,797							0,9303
Deudores + Efectivo + IFT ÷ Acreedores a corto plazo				0,8461							0,464
Total Activo ÷ Pasivo no corriente + Pasivo corriente				0,6574							0,9758
Inmovilizado material ÷ Total Activo					0,8148						0,9636
Existencias ÷ Total Activo					-0,5507						0,3339
Pasivo no corriente ÷ Patrimonio neto y pasivo					0,7278						0,5506
Crédito concedido a clientes (días)						0,6935					0,8213
Capacidad de devolución						0,6762					0,6368
Gastos financieros ÷ Cifra de negocios							0,4639				0,7196
Gastos financieros ÷ Recursos generados totales							0,6485				0,4366
Dotaciones a la amortización ÷ Inmovilizado material								0,9786			0,5258
Pasivo corriente ÷ Patrimonio neto y Pasivo no corriente									0,7453		0,68
Acreedores corto plazo ÷ Deudores corto plazo									0,5963		0,9638
Crédito concedido por proveedores (días)										0,9031	0,5271
Varianza	1,8822	1,9651	1,9103	1,7818	1,5814	1,0498	1,0489	1,0025	1,0032	1,0041	
% Varianza explicada	9,41	9,83	9,55	8,96	7,91	5,24	5,24	5,01	5,02	5,02	
% Varianza acumulada	9,41	19,24	28,79	37,75	45,66	50,9	56,14	61,15	66,17	71,19	

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 4.20. Matriz de componentes rotados sobre la base del EBITDA sobre la cifra de negocios, con eliminación del 5% de los extremos.

EBITDA / Importe neto de la cifra de negocios	Estructura del capital financiero	Gestión fondo de maniobra	Liquidez y solvencia	Gestión estructura económica	Periodo medios de devolución	Gestión cifra de negocios	Costes financieros	Gestión pasivo corriente	Políticas contables	Crédito de provisión	Comunalidad
Patrimonio neto ÷ Patrimonio neto y pasivo	0,9996										0,9302
Pasivo corriente ÷ Pasivo no corriente y pasivo corriente	-0,9994										0,6927
Activo corriente ÷ Activo no corriente		0,9634									0,5735
Patrimonio neto y pasivo no corriente ÷ Activo no corriente		0,9616									0,9195
Efectivo y otros activos disponibles ÷ Acreedores a corto plazo			0,838								0,9996
Deudores + Efectivo + IFT ÷ Acreedores a corto plazo			0,8936								0,4893
Total Activo ÷ Pasivo no corriente + Pasivo corriente			0,6138								0,93
Inmovilizado material ÷ Total Activo				0,7905							0,6153
Pasivo no corriente ÷ Patrimonio neto y pasivo				0,7429							0,5217
Crédito concedido a clientes (días)					0,8204						0,6427
Capacidad de devolución					0,8183						0,492
Consumos de explotación ÷ Cifra de negocios						0,705					0,6761
Gastos de personal ÷ Cifra de negocios						-0,788					0,7691
Existencias ÷ Total Activo							0,4419				0,7026
Gastos financieros ÷ Cifra de negocios							0,4921				0,8003
Gastos financieros ÷ Recursos generados totales							0,7159				0,382
Pasivo corriente ÷ Patrimonio neto y Pasivo no corriente								0,6075			0,5933
Acreedores corto plazo ÷ Deudores corto plazo								0,7144			0,6146
Dotaciones a la amortización ÷ Inmovilizado material									9547		0,9996
Crédito concedido por proveedores (días)										0,8759	0,6759
Varianza	2,0038	1,9096	1,882	1,4834	1,3552	1,324	1,0439	1,0041	1,0029	1,0049	
% Varianza explicada	10,02	9,55	9,44	7,42	6,78	6,62	5,22	5,02	5,01	5,02	
% Varianza acumulada	10,02	19,57	29,01	36,43	43,21	49,83	55,05	60,07	65,08	70,1	

Fuente: Elaboración propia.

2.3.2 Análisis de sensibilidad. Aplicación del modelo econométrico.

Para analizar el efecto de los factores identificados sobre las variables de eficiencia y la pertenencia de la empresa a una determinada categoría, se utiliza un modelo de regresión con variables ficticias relativas al tamaño empresarial, el sector de actividad y la localización geográfica –tal como se propuso en la metodología del trabajo, capítulo III, recuadro 3.1-. Se consideran tantos modelos como variables dependientes, por tanto, cinco modelos (rentabilidad económica, rentabilidad financiera, productividad, EBITDA sobre cifra de negocios y EBITDA sobre el total del activo). Para cada uno de esos modelos se consideran variables independientes los factores obtenidos y las variables ficticias. Los coeficientes de las variables cuantitativas utilizadas en el modelo de regresión proporcionan una medida de la sensibilidad de cada ratio de eficiencia ante variaciones de los factores y las variables ficticias. Además se ha de considerar el signo del coeficiente. Es decir, ante una variación unitaria de un factor, el coeficiente de regresión cuantifica el cambio de valor de la variable y el sentido con que el factor incide en la variable a explicar. Por tanto, aquellas variables que presenten, en términos absolutos, los mayores coeficientes son los factores en los que las políticas económicas deben incidir para mantener los desempeños empresariales.

Para el cálculo de las regresiones, ha de tenerse presente que los datos proceden de poblaciones y de una muestra (CONTROL), por lo que para permitir un tratamiento homogéneo de los datos, esta muestra ha sido ponderada para su elevación a población. Por otro lado, para la realización de los análisis se han eliminado del conjunto total, para cada variable endógena, tanto el 10% de las observaciones extremas superiores como el 10% de las inferiores. Esta depuración es necesaria para eliminar las distorsiones provocadas por los datos extremos. Además, el hecho de que muchas empresas no tienen los datos de todas las variables requeridas, supone que la aplicación de estos procedimientos de limpieza den lugar a tamaños muestrales distintos por la existencia de valores perdidos en cada variable.

Por otra parte, las tres primeras ratios consideradas como variables dependientes (rentabilidad económica, rentabilidad financiera y productividad del trabajo) se tratan de formas complementarias para medir los desempeños empresariales, mientras que las dos últimas ratios dependientes (EBITDA relativizado sobre el activo total y sobre el importe neto de la cifra de negocios) permiten extraer una valoración de la empresa, a través de la capacidad de la misma para generar flujos de tesorería. Todas estas variables, salvo la productividad, miden el desempeño económico-financiero empresarial y la habilidad de la empresa para transformar estos resultados en efectivo a partir de la comparación de las distintas magnitudes contables de los resultados (cifra de negocios, resultado bruto, neto y el EBITDA) respecto a las principales magnitudes del balance (patrimonio neto y total del activo). Por tanto, el análisis de regresión planteado, que relaciona las anteriores variables dependientes con los factores obtenidos en el análisis factorial (integrado por otras ratios que relacionan partidas contables de la cuenta de resultados y del balance) permite

comprender la influencia de cada uno de los factores identificados y su sentido económico. Sin embargo, una explicación económica-financiera de la productividad resulta más compleja, por la menor relación que tiene con la contabilidad financiera. Por el contrario, la productividad guarda una mayor relación con la contabilidad de gestión y las políticas de recursos humanos desarrolladas por la empresa (cualificación del personal, conciliación laboral, etc.). No obstante, los datos del informe de la gestión no están disponibles en las bases de datos disponibles, por no ser un requisito de obligado cumplimiento para la mayoría de las Pymes. Una vez realizada estas matizaciones, a continuación se analizan tanto el valor cuantitativo de los coeficientes obtenidos y la incidencia del signo positivo o negativo sobre las variables endógenas a explicar. Los coeficientes y el nivel de significación se presentan en el cuadro 4.21. En el anexo 2 se incorpora, para cada una de las variables dependientes, la significación y los contrastes utilizados para la elaboración del modelo.

Cuadro 4.21. Coeficientes de regresiones de los factores en los modelos explicativos.

Factores	Rentabilidad Económica		Rentabilidad Financiera		Productividad		Ebitda / Activo		EBITDA / cifra de	
	Coefficiente	Signif.	Coefficiente	Signif.	Coefficiente	Signif.	Coefficiente	Signif.	Coefficiente	Signif.
Estructura del capital financiero	0,204	0,000	-0,254	0,061	221,188	0,000	1,154	0,000	0,050	0,043
Gestión de la cifra de negocios	No significativo		-0,204	0,083	No significativo		-0,223	0,000	-0,187	0,000
Gestión del fondo de maniobra	-0,075	0,006	No significativo		176,345	0,003	-0,206	0,000	-0,095	0,000
Liquidez y solvencia	-0,118	0,000	-0,969	0,000	146,549	0,007	0,266	0,000	0,614	0,000
Estructura del capital económico	-0,312	0,000	No significativo		194,911	0,009	No significativo		-0,089	0,001
Periodo medio de devolución	No significativo		No significativo		No significativo		-0,383	0,000	-0,379	0,000
Costes financieros	-0,168	0,000	-0,514	0,000	-455,914	0,001	No significativo		-0,190	0,000
Política contable	-0,109	0,015	No significativo		421,894	0,000	0,072	0,000	No significativo	
Gestión del pasivo corriente	No significativo		-		No significativo		0,277	0,000	No significativo	
Crédito de provisión	0,130	0,001	-		-		No significativo		0,112	0,001
Costes financieros II	-		-0,511	0,007	-		-		-	

Fuente: Elaboración propia.

2.3.2.1 Análisis del valor absoluto de los coeficientes de regresión.

De los coeficientes de regresión obtenidos para explicar la rentabilidad financiera, se observa que la mayor sensibilidad proviene de los factores asociados a la estructura financiera a largo y corto plazo de la empresa, concretamente, la estructura del capital financiero (largo plazo), liquidez y solvencia y los costes financieros (corto plazo). En efecto, la estructura financiera condiciona el resultado económico de la empresa. Esto es, en función de la forma de financiación a largo plazo escogida por la empresa, el mismo resultado económico puede dar lugar a distintas rentabilidades financieras. De la estructura del capital económico, sólo resulta significativa la gestión de la cifra de negocios (que incluye los gastos de personal y consumos de recursos sobre el total del importe neto de la cifra de negocios). En relación al signo de los factores, estos mantienen una relación inversa con la rentabilidad financiera, es decir, mantienen un signo negativo. Cuanto mayor sea el nivel de liquidez y el volumen de fondos comprometidos para hacer frente a las obligaciones de pago (en especial para devolver las deudas comprometidas con las entidades de crédito, como señal de seguridad que posibilite renovar futuras líneas de financiación ajena) menores serán los recursos financieros que se destinen a la mejora de las inversiones productivas y, por tanto, la rentabilidad

financiera será menor. Por otro lado, los costes financieros también presentan un signo negativo, ya que cuanto mayor sea la remuneración de los capitales ajenos, menor será el resultado neto y por tanto se reducirá la rentabilidad financiera. De igual forma ocurre con el signo y la interpretación del factor asociado a la gestión de la cifra de negocios.

Por su parte, la rentabilidad económica presenta mayor sensibilidad hacia factores representativos de la estructura económica que la rentabilidad financiera, en la que no eran significativos. En términos generales, los factores representativos de la financiación de la empresa presentan una menor significatividad. Así, empíricamente el modelo no considera significativos los factores asociados con la capacidad de devolución de la deudas a largo plazo (periodo medio de devolución) ni la gestión del pasivo corriente de la empresa, mientras que el factor gestión del fondo de maniobra y el factor liquidez y solvencia presentan, en términos absolutos, bajos coeficientes de regresión. Por el contrario, el factor estructura del capital económico (que engloba las ratios que relacionan el inmovilizado material y las existencias respecto al activo total) y el factor política contable (que recoge las dotaciones a la amortización del inmovilizado) son los que se muestran más sensible a la rentabilidad económica. Sin embargo, el factor crédito de provisión, que recoge el periodo medio de pago a los proveedores, también se muestra representativo al explicar parte del componente comercial. En cuanto a los signos de los coeficientes de regresión, la estructura del capital económico y la política de amortización seguida por la empresa presentan un signo negativo. La juventud de las empresas analizadas, que han tenido que adquirir todas las instalaciones y equipos productivos nuevos (ya sean propios o a través de arrendamientos financieros), unido al menor desgaste de los mismos por incorporar los últimos avances tecnológicos, así como los elevados volúmenes de existencias de los que disponen, demuestran que estas empresas están en pleno proceso de optimización de sus instalaciones. Gráficamente, este hecho se ha podido constatar al apreciar por un lado como al final del periodo considerado la rentabilidad económica empezaba a crecer y, por otro, la existencia, en términos del estadístico media, de rentabilidades negativas asociadas a los primeros años de actividad empresarial. Por otro lado, aunque la gestión del fondo de maniobra y la liquidez-solvencia tengan menor influencia sobre la rentabilidad económica, su relación con ella es inversa, ya que cuanto mayor sea el volumen de capital corriente de la empresa mayor es el coste implícito de su infrutilización, al no dedicar esos recursos libres a nuevas inversiones rentables.

En relación a la productividad, como se ha indicado anteriormente, no es posible dar una explicación detallada de la influencia de los distintos factores, al no existir una conexión directa de la productividad con los indicadores financieros. No obstante, ésta presenta una alta sensibilidad al factor política contable, la estructura del capital financiero y el capital económico. El primero y el tercero factor, con signo positivo, engloban ratios asociados al inmovilizado y a la política de

amortizaciones, de tal forma que cuanto más intensamente se utilicen la capacidad productiva mayor se presupone la productividad de la empresa.

La variable EBITDA respecto activo total muestra un comportamiento similar al descrito para la rentabilidad económica. Aunque el EBITDA es independiente de la estructura financiera y de los criterios contables aplicados por la empresa, durante los inicios de cualquier negocio es necesario contar con una amplia base financiera que permita acometer las inversiones iniciales y poner en marcha la actividad generadora de ingresos. Esto explica la alta y positiva sensibilidad al factor estructura del capital financiero. Por otro lado, el factor gestión de la cifra de negocios se convierte, a diferencia de las variables dependientes anteriores, en un factor significativo, relacionado de forma negativamente con la ratio, ya que cuanto mayor sean los costes del personal y de consumos de explotación menor será el beneficio bruto. Otros factores que también resultan significativos positivamente son la liquidez y la gestión del pasivo corriente, que recogen ratios asociadas a las actividades comerciales de la empresa, en concreto, deudores y acreedoras comerciales. Por el contrario, el factor gasto financiero, el crédito de provisión y la estructura del capital económico resultan no significativas. Finalmente, si el EBITDA se relaciona con el importe neto de la cifra de negocios, las únicas diferencias respecto a la variable anterior son la no significatividad de la aplicación de las políticas contables y la gestión de los pasivos de corto plazo.

2.3.2.2 Análisis de las diferencias de comportamientos por grupos, tamaños, sectores y regiones.

Uno de los objetivos centrales de la investigación es la identificación de comportamientos diferentes según la estructura de financiación de la empresa (con o sin apoyos públicos a la financiación) respecto a cinco las variables de desempeño consideradas. Por tanto, además de calcular los principales estadísticos descriptivos, pruebas y análisis estadísticos para cada grupo se ha ampliado el análisis econométrico introduciendo variables ficticias, para verificar el impacto de la pertenencia a un determinado grupo, el tamaño empresarial, el sector de actividad y la localización geográfica de las empresas. La utilización de las variables ficticias o *dummies* implica una discriminación en el conjunto de datos. Cada empresa se ha clasificado según pertenezca a cada uno de los seis colectivos considerados, a cada uno de los tres tamaños Pyme, a cada uno de los siete sectores de actividad y según correspondan a cada una de las seis clasificaciones territoriales NUT-1. La significación estadística de los coeficientes obtenidos del modelo indica la existencia de un comportamiento diferenciado con el resto de colectivos considerados, mientras que la carencia de significación manifiesta comportamientos homogéneos.

El cuadro 4.22 recoge los coeficientes de regresión y los coeficientes estructurales de las variables ficticias para las cinco variables de eficiencia. Como se indicó en el capítulo metodológico, se han utilizado h-1 variables ficticias para evitar los problemas de la colinealidad perfecta del modelo de regresión, por lo que, una vez realizada las estimaciones de las variables, se deben recuperar los

coeficientes estructurales a partir de los *beta* de los coeficientes estimados. Estos coeficientes permiten la correcta interpretación de las diferencias existentes entre los distintos grupos, tamaños, sectores y regiones, al otorgar un valor al coeficiente de la variable *dummy* eliminada, teniendo en cuenta que las sumas de los coeficientes de estructurales que afectan a cada una de los criterios de clasificación debe ser cero (Melle, 2001:145). El proceso metodológico por el cual se procede a la obtención de los factores estructurales se señaló en el recuadro 3.2 del capítulo tercero.

El modelo confirma para la rentabilidad económica todos los resultados obtenidos por el análisis estadístico, al considerar como significativos los coeficientes *beta* de las variables de pertenencia a la muestra de ICO y AUTO. Esta circunstancia implica que el comportamiento del resto de grupos considerados es igual al del grupo eliminado para evitar la multicolinealidad perfecta, que en el caso de este análisis es el grupo CONTROL. En cuanto a la ordenación de los grupos, las empresas de AUTO son las que muestran una mayor rentabilidad económica seguida de las empresas de ICO, ambas con coeficientes positivos, por el contrario el resto de grupos, con coeficientes negativos, presentan un valor inferior. Respecto a las variables ficticias relativas al tamaño, se verifica una relación inversa, siendo el comportamiento de las microempresas significativo estadísticamente. Además, queda patente como la rentabilidad económica de las pequeñas y medianas empresas es considerablemente superior al de las microempresas. En relación al sector de actividad, la rentabilidad económica arroja coeficientes de regresión significativos para la construcción, la manufactura tradicional (de signo positivo) y el sector agrario (de signo negativo). Finalmente, por NUTS, el modelo asocia un comportamiento claramente diferenciado según la localización geográfica, salvo la región Sur y Noreste que no resultan disímiles, siendo las empresa de Madrid y Noroeste las que presentan la menor rentabilidad económica.

Por su lado, en la rentabilidad financiera, las *dummies* para las empresas que han obtenido avales para poder acceder a la financiación a largo plazo (CERSA y CRUCE) obtienen coeficientes de regresión significativamente distintos a los del resto de empresas. En especial, cuanto más intensa es la utilización del apoyo financiero menor es la rentabilidad financiera. En el caso de los tamaños, cuando se considera el conjunto de empresas sin diferenciar entre grupos, las microempresas son las que obtiene la menor rentabilidad financiera, aunque este resultado no sea del todo coincidente con el obtenido en el análisis estadístico, ya que individualmente todas las empresas con apoyos financieros, salvo CRUCE, muestran una relación inversa, mientras que las empresas de CONTROL muestran una relación directa con el tamaño. En el caso de los sectores, las empresas que pertenecen a la construcción y a los servicios comerciales arrojan la mayor rentabilidad financiera, mientras que los sectores más tradicionales (agrario y extractivas) son las que logran una rentabilidad inferior al coeficiente estructural de la constante. Por NUTS, se confirman los peores desempeños de Centro y Noroeste y la mayor retribución que las empresas del Sur conceden a sus fondos propios.

Cuadro 4.22. Coeficientes estructurales de regresiones de las variables ficticias en los modelos.

Variables dependientes	Rentabilidad Económica		Rentabilidad Financiera		Productividad		Ebitda / Activo		EBITDA / cifra de negocios		
	Coeeficiente	Signif.	Coeeficiente	Signif.	Coeeficiente	Signif.	Coeeficiente	Signif.	Coeeficiente	Signif.	
Constante	3,687	0,000	24,0614	0,000	25034,395	0,000	6,851	0,000	5,583	0,000	
Muestra											
ICO	↑ 0,152	0,019	↑ 1,479	No sig.	→ 410,050	0,000	↑ 0,686	0,000	→ 0,217	0,000	
CERSA	↓ -0,099	No sig.	→ -0,652	0,004	→ 247,456	0,004	→ -0,164	No sig.	→ 0,143	0,000	
CRUCE	↓ -0,099	No sig.	↓ -5,266	0,000	↑ 1317,234	0,002	→ -0,164	0,000	↑ 0,915	0,000	
AUTO	↑ 0,244	0,001	↑ 1,479	No sig.	↓ -1300,745	0,000	↑ 0,388	0,001	↓ -0,729	0,001	
FILAP	↓ -0,099	No sig.	↑ 1,479	No sig.	→ -23,742	0,015	↓ -0,583	No sig.	→ -0,096	0,003	
CONTROL	↓ -0,099	-	↑ 1,479	-	↓ -650,251	-	→ -0,164	-	↓ -0,449	-	
Tamaño											
Micro	↓ -0,609	0,000	↓ -1,006	0,001	↓ -854,843	0,000	↓ -0,488	0,000	↓ -0,366	0,001	
Pequeña	↑ 0,304	No sig.	↑ 0,503	No sig.	↓ -682,268	0,000	↑ 0,244	No sig.	↓ -0,135	0,018	
Mediana	↑ 0,304	-	↑ 0,503	-	↑ 1537,111	-	↑ 0,244	-	↑ 0,502	-	
Sector											
Agrario	↓ -0,729	0,010	↓ -3,534	0,001	↓ -833,538	No sig.	↓ -0,594	No sig.	→ -0,055	0,084	
Extractivas	→ -0,106	No sig.	↓ -4,410	0,035	↑ 3975,177	0,000	↑ 0,456	0,055	↑ 0,874	0,000	
Man. Tradicional	→ 0,276	0,001	→ 0,282	No sig.	↓ -1216,812	0,070	↑ 0,577	0,000	↑ 0,522	No sig.	
Man. Avanzada	→ -0,106	No sig.	→ 0,282	No sig.	→ 1163,077	0,000	→ -0,007	0,024	→ -0,055	0,000	
Construcción	↑ 0,876	0,000	↑ 4,779	0,000	↓ -833,538	No sig.	↑ 0,465	0,000	↓ -0,487	0,000	
Comercio	→ -0,106	No sig.	↑ 2,317	0,000	↓ -1420,827	0,000	↓ -0,303	0,004	↓ -0,743	No sig.	
Resto Servicios	→ -0,106	-	→ 0,282	-	↓ -833,538	-	↓ -0,594	-	→ -0,055	-	
NUTS											
Madrid	↓ -0,643	0,000	→ 0,690	No sig.	→ 179,054	0,000	↓ -0,594	0,000	↓ -0,522	0,000	
Centro	→ -0,150	0,001	↓ -2,345	0,000	↓ -1293,367	0,000	→ -0,080	0,000	↑ 0,149	No sig.	
Este	↑ 0,536	0,001	→ 0,690	No sig.	→ 962,652	0,000	↑ 0,284	0,076	↑ 0,149	No sig.	
Sur	↑ 0,250	No sig.	↑ 2,601	0,000	↓ -1203,219	0,000	→ -0,176	0,000	→ -0,073	0,005	
Noroeste	→ -0,243	0,000	↓ -2,326	0,000	↓ -1083,297	0,000	→ 0,047	0,006	↑ 0,149	No sig.	
Noreste	↑ 0,250	-	→ 0,690	-	↑ 2438,179	-	↑ 0,519	-	↑ 0,149	-	

Por su parte, la productividad presenta coeficientes de regresión significativos para todos los grupos considerados, tipo de muestra, tamaño y localización, salvo por sectores de actividad. Esta circunstancia implica que existe un comportamiento claramente diferenciado según la dimensión empresarial y según el tipo de financiación recibida. El valor que toman los coeficientes estructurales manifiesta una relación directa con el volumen de apoyos recibidos, siendo la mayor productividad la de CRUCE. Por el lado contrario, se encuentran con signo negativo, por este orden, AUTO, CONTROL y FILAP. Esta relación también se produce en los tamaños, pero con menor intensidad, al observarse diferencias menores entre los coeficientes, de tal forma que las medianas empresas destacan como las más productivas, mientras que las microempresas son las menos productivas. Las únicas variables ficticias no significativas son las asociadas a pertenecer al sector agrario y la construcción, que guardan un comportamiento similar a las empresas de servicios. Además, se pone de manifiesto como las empresas dedicadas al sector extractivo, energía y agua y la manufactura intermedia y avanzada alcanzan una productividad por encima del coeficiente estructural de la constante. Por regiones, el modelo confirma la existencia de comportamientos diferenciados de las seis agrupaciones NUT-1, Madrid y Este, son las más productivas.

En relación con la capacidad de generar efectivos líquidos, el EBITDA relativizado sobre el total del activo reproduce de forma similar los resultados descritos para la rentabilidad económica, al considerar como significativo el comportamiento diferenciado de las empresas beneficiarias de ICO, AUTO, con signo positivo, y FILAP, con negativo. Sin embargo, si el EBITDA se relativiza respecto al importe neto de la cifra de negocios, el modelo confirma las diferencias más destacadas entre las empresas atendiendo a la forma de sus fuentes de financiación, con una relación directa y positiva a medida que se intensifican los apoyos financieros, por ello, los coeficientes estructurales positivos se concentran en las empresa beneficiarias de las políticas públicas, por este orden, CRUCE, ICO y CERSA.

Por tamaño empresarial, ambas magnitudes ponen de manifiesta la mayor capacidad de las empresas de mayor dimensión para generar efectivos líquidos derivados de su mejor aprovechamiento y gestión de los consumos de explotación. Sectorialmente, todas las ramas de actividad presentan un comportamiento claramente diferenciado, a excepción del sector agrario y los servicios no comerciales. Los mejores comportamientos se producen en la construcción y en las empresas extractivas, fundamentalmente por el incremento en el consumo de energía en España, la liberalización del gas natural en el año 2000, la privatización del sector energético y el progresivo avance de las energías renovables y las centrales de ciclo combinado (Jiménez, 2005:254-262). Finalmente, por regiones, la primera variable muestra un comportamiento diferenciado para cada uno de los territorios, mientras que la segunda variable sólo considera la existencia de comportamientos diferenciados en Madrid y Sur, ambas con coeficientes estructurales negativos,

mientras que las empresas ubicadas en el Este y Noroeste son las que más transforman sus resultados de explotación en medios líquidos.

Por todo lo anterior, los modelos de regresión con variables ficticias realizados han confirmado las conclusiones obtenidas mediante el análisis gráfico y estadístico para las cinco variables de eficiencia consideradas.

2.4. Alternativas estratégicas y de financiación. La situación actual.

El análisis de la evolución y los comportamientos de eficiencia de las empresarias beneficiarias de apoyos públicos durante 2000-2006 ha puesto de manifiesto el buen comportamiento económico-financiero de las empresas de reciente constitución durante su etapa de entrada y expansión en el mercado. Sin embargo, el entorno del periodo objeto de estudio se ha caracterizado por el mantenimiento de condiciones de bonanza: crecimiento económico, reducidos tipos de interés, altas tasas de generación de empleo y políticas expansivas que han favorecido el buen comportamiento económico, en general, de las empresas. Sin embargo, estas condiciones en la actualidad están desapareciendo, y las crecientes adversidades del entorno y del sistema financiero llevan a plantear dos cuestiones:

1. ¿Cómo se verán afectados sus principales indicadores de eficiencia durante el periodo de consolidación de las empresas?
2. ¿Qué alternativas, financieras y estratégicas, pueden permitir el crecimiento de la empresa en el actual contexto?

Para poder dar respuesta a la primera cuestión es necesario conocer los resultados empresariales durante el actual periodo de crisis económica, pero la ausencia de datos hace inviable su tratamiento y, por tanto, se puede considerar como una futura línea de investigación. No obstante, a tenor de experiencias pasadas es esperable una reducción de los niveles de actividad y de eficiencia que puede provocar un incremento de la ratio de mortalidad de las empresas. Para evitar el deterioro de los resultados empresariales y garantizar la continuidad de la empresa sus responsables han de tomar decisiones inmediatas en todos los ámbitos de la empresa. En línea con la temática de la tesis se proponen dos alternativas: una de carácter financiero, el acceso a los mercados internacionales de capitales para Pymes y, otro de carácter estratégico, que son los procesos de fusión y adquisición.

2.4.1 Análisis descriptivo de las empresas que cotizan en la bolsa de Londres y París.

Una alternativa financiera para las empresas es la vía bursátil para Pymes. Entre las razones que pueden provocar la entrada a la bolsa de una empresa, [Sacristan \(2001:217-220\)](#) con base en los trabajos de [Pagano et al. \(1998:37\)](#) argumenta cuatro razones: de tipo financiero, comercial, estratégico y organizativo. En relación a la primera de ellas, se argumenta que son dos los factores financieros fundamentales, en primer lugar, el acceso a financiación propia de carácter externa que

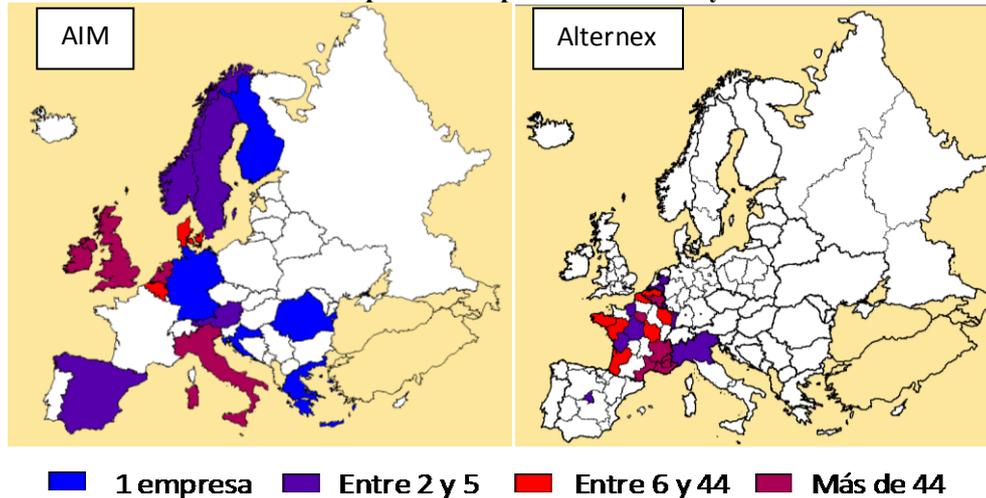
permita el crecimiento y la expansión comercial y, en segundo lugar, la reducción del coste de la deuda. En cuanto al resto de factores, los beneficios y los costes asociados a la decisión son múltiples. Así, los beneficios proceden de la consecución de un prestigio y un conocimiento de la empresa por parte del mercado, que a largo plazo producirá efectos positivos en su cuenta de resultados, mientras que los costes se asocian con los esfuerzos en términos monetarios y los costes organizativos necesarios para poder llevar a cabo la entrada en el mercado de valores. Además, estos autores realizan una revisión teórica y empírica de las principales teorías referidas a la decisión de salir a cotizar. Así, señalan como las empresas de menor dimensión empresarial, las más jóvenes (Leland y Pyle, 1997:371-372; Ritter, 1987:277-280) y las de alta tecnología (Farinós *et al.*, 2009:14) son las que tienen la menor probabilidad de salir a cotizar, por el contrario, las empresas con fuerte endeudamiento, las de mayor riesgo y las que soportan un mayor coste financiero (Rajan, 1992:1368-70) son las que presentan la mayor probabilidad. Concretamente, Sacristán (2001:216) para el periodo 1991-1999 analizó los procesos de salida a bolsa en Madrid. De las 46 nuevas salidas que se produjeron tan sólo 10 (21% del total) eran Pymes.

En el capítulo 2 se describió como en España se está actualmente desarrollando el funcionamiento del mercado alternativo bursátil (MAB), basado en las experiencias de los mercados de Reino Unido (1995) Francia (2005) y Austria (2007). Con objeto de conocer la tipología de empresas que acceden a estos mercados internacionales, se analizan las principales ratios de eficiencia de las empresas que lo integran y su composición sectorial, espacial y dimensión empresarial.

En la base Amadeus, que se describe en el capítulo 3, se tiene acceso a un total de 1.245 de las 1.785 empresas registradas a 1 de Marzo de 2008 (grado de cobertura del 70%) del mercado AIM de Londres, y a 115 de las 131 empresas del mercado Alternext francés (grado de cobertura del 89%). Según la nacionalidad de las compañías que integran estos mercados se deduce que el primero de ellos es un mercado con un componente internacional. Además de cotizar empresas del Reino Unido hay presencia de otros países tales como América Latina (7.69%), Estados Unidos (3.88%), Australia y Asia (3.88%), Canadá (3.02%), Irlanda (2.82%), Europa occidental (2.03%). Por el contrario, Alternext, por su juventud, es un mercado más localista y de capital europeo. Prácticamente todas sus empresas son de origen francés, aunque hay casos de empresas italianas, belgas y alemanas.

Es de especial interés el caso de las empresas españolas que cotizan en el exterior, concretamente en Alternext cotiza *Antevenio* y la tecnológica *Gowex* ha iniciado los trámites para su aceptación. En el AIM, aunque oficialmente no se encuentran cotizadas, hay dos empresas españolas que han presentado la documentación necesaria para acudir a este mercado –empresas que el AIM no ha revelado aún su identidad al encontrarse en fase de negociación-. La composición gráfica de estos mercados (incluyendo las empresas españolas en trámites de admisión) puede verse en el gráfico 4.17.

Gráfico 4.17. Composición empresarial del AIM y Alternex.

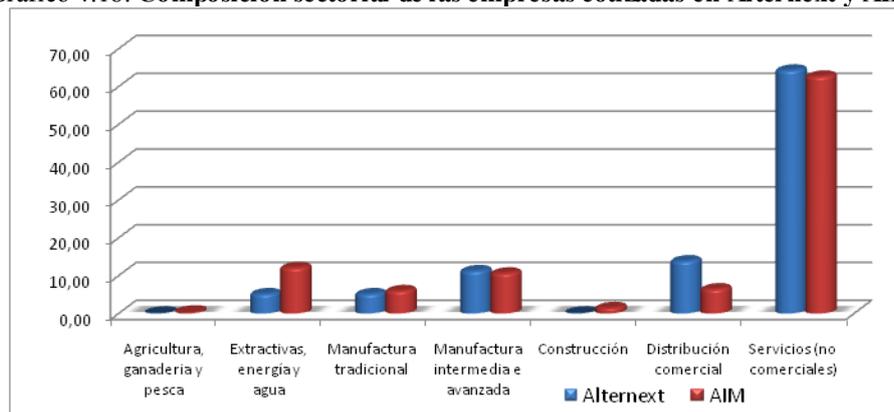


Fuente: Base Amadeus, AIM, Alternex y elaboración propia.

Por sectores (gráfico 4.18) se aprecia que el sector agrario, el manufacturero tradicional y la construcción apenas tienen representación en estos mercados (5.22% en Alternex y 7.95% en el AIM), a diferencia del sector servicios (60% de los casos), manufacturero avanzado e intermedio (10% de los casos) y especialmente el sector energético renovable (12% de las empresas cotizadas del AIM) que aglutinan el mayor peso en estos mercados. Esta tendencia pone de manifiesto que las Pymes que cotizan en estos mercados ofrecen productos con un importante componente tecnológico o con un servicio claramente identificado, en especial servicios a empresas y de base informática, como principal atractivo para sus potenciales inversores. En Alternex la composición del sector servicios procede de la rama “Otros *servicios empresariales*” en un 43.24%, el 35,14% de servicios relacionados con la informática, y el 21.62% procede de agencias de viajes, servicios de telecomunicaciones e intermediarios financieros.

Es destacable, en el AIM, el caso de las Pymes dedicadas a la energía y al agua, con un peso del 12.13%, que ratifica el incremento en las economías desarrolladas de la generación de industrias en torno al cuidado del medio ambiente, energías renovables y la problemática de la escasez del agua, así como por la elevada rentabilidad de estas actividades.

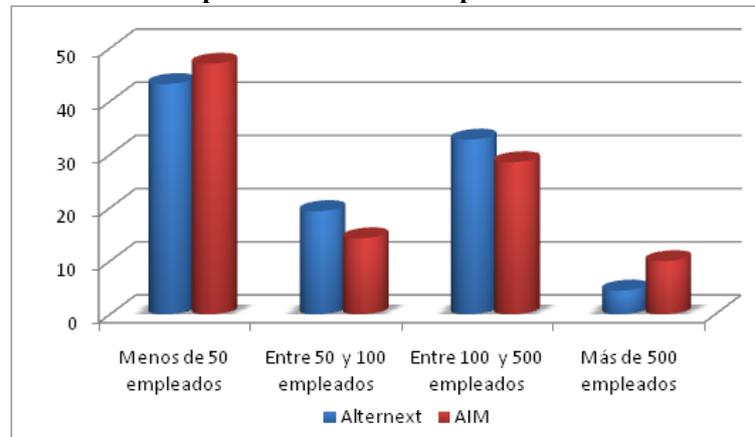
Gráfico 4.18. Composición sectorial de las empresas cotizadas en Alternex y AIM.



Fuente: Base Amadeus, AIM, Alternex y elaboración propia.

Según el número de empleados (gráfico 4.19) y dada la limitación de la versión de la base de datos de la que se dispone, no es posible realizar una clasificación atendiendo a los criterios recogidos en la metodología. En su lugar se realiza una clasificación distinguiendo las empresas entre: a) aquellas que tienen menos de 50 empleados, b) entre 50 y 100, c) entre 100 a 500 y d) más de 500 empleados por cuenta ajena. Con base a los datos disponibles (teniendo en cuenta que el número de empleados no es un registro obligatorio), las pequeñas empresas representan el 43.28% en el Alternext y el 47.10% en el AIM, seguidos de las empresas entre 100 y 500 trabajadores, con un 32.84% y 28.60%, respectivamente. Estos mercados cumplen con su finalidad de dar cabida a las pequeñas empresas, pero además incluyen un considerable número de Pymes que aun teniendo un número de efectivos elevados, no contenían los requisitos de activos necesarios para cotizar en los “primeros mercados”, o poseyéndolos consideran interesante una primera toma de contacto con el mercado bursátil para posteriormente pasar a cotizar en las grandes bolsas.

Gráfico 4.19. **Distribución por tamaños de las empresas cotizadas en Alternext y AIM.**

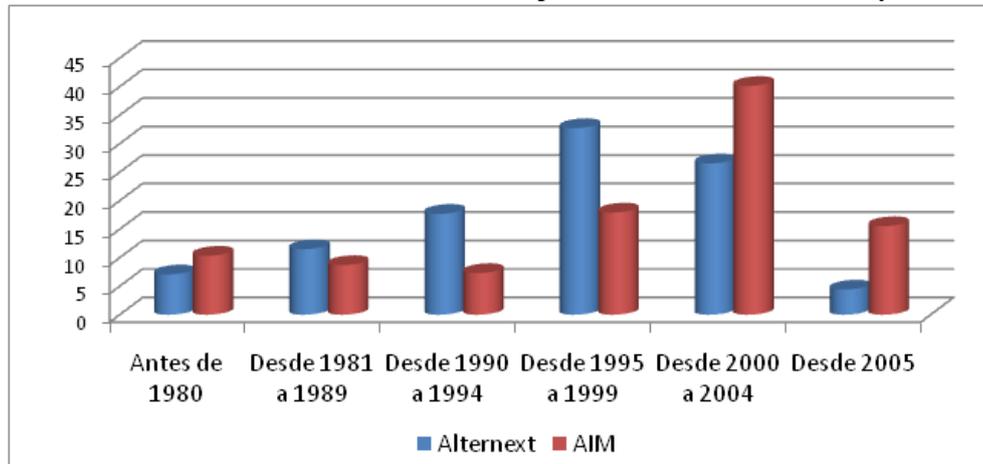


Fuente: Base Amadeus, AIM, Alternext y elaboración propia.

El gráfico 4.20 presenta el año de constitución de las sociedades cotizadas en el AIM y Alternext. Una característica de este mercado es que no se han desarrollado para resolver los problemas de financiación de las Pymes recién creadas sino para aquellas que se encuentran en consolidación o en fase de crecimiento, con una antigüedad media de 7 años, como alternativa para incrementar su capacidad financiera. Sin embargo, la distribución no es homogénea en ambos mercados, ya que en el AIM la participación de empresas con menos de 3 años de antigüedad es del 15.54%, frente al 4.42% del Alternext. La mayor experiencia y el conocimiento por parte de las Pymes inglesas de esta fuente de financiación alternativa (vigente desde 1995) hacen que el AIM cuente con una participación más dinámica de las “starts-up” y nacientes empresas en busca de financiación para la puesta en marcha del proyecto empresarial. Además la mayor presencia de empresas dedicadas a las fuentes renovables y la biotecnología en el AIM influye significativamente en la juventud de las empresas. Esta desigualdad también se produce en el resto de tramos. La ausencia de empresas noveles en Alternext hace que su distribución se concentre en los tramos de constitución entre

1995-2005 (55%), mientras que las empresas del AIM se han constituido mayoritariamente en el periodo (38.5%) comprendido entre el 2000-2004.

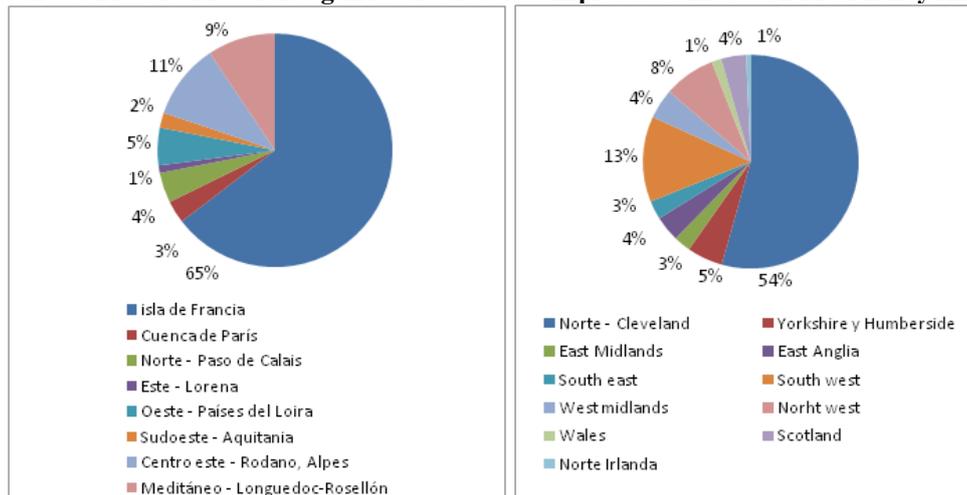
Gráfico 4.20. Año de constitución de las empresas cotizadas en Alternext y AIM.



Fuente: Base Amadeus, AIM, Alternext y elaboración propia.

El análisis por NUTS-1 (divisiones territoriales europeas con población entre 3 y 7 millones de habitantes) corrobora que las empresas cotizadas en estos mercados son las regiones más desarrolladas en términos económicos y administrativos, en especial las capitales de cada nación. Las regiones que mayor concentración recogen (gráfico 4.21) son la región de “Isla de Francia” con un 65% y la zona Norte de Inglaterra y Cleveland con un 54%.

Gráfico 4.21. Clasificación según NUTS-1 de las empresas cotizadas en Alternext y AIM.



Fuente: Base Amadeus, AIM, Alternext y elaboración propia.

Todas estas características ponen de manifiesto un perfil prototipo de empresa que acude a la financiación de los mercados bursátiles internacionales: sociedad anónima, constituida a finales de la década de los noventa, dedicada a actividades de energías renovables, desarrollos tecnológicos o servicios de telecomunicación, con una plantilla inferior a 50 empleados, ubicada en las regiones de mayor tejido empresarial del país y con una clara vocación de crecimiento internacional. No obstante, uno de los requisitos para garantizar la supervivencia de estas empresas dentro del mercado es ofrecer una rentabilidad atractiva para sus inversiones. Estos, ante la ampliación del

número de empresas donde poder invertir, obtienen efectos positivos al diversificar su cartera. Con objeto de poder determinar los efectos sobre los resultados de las empresas cotizadas en estos mercados se presenta un análisis de sus indicadores de eficiencia.

2.4.1.1 Análisis de los principales indicadores económico-financieros del Alternext y AIM.

Los cuadros 4.23 y 4.24 presentan tres tipos de medidas descriptivas de la empresa, el primer cuadro para las empresas de Alternext y el segundo para las del AIM. El primer tipo de medidas son cuatro magnitudes absolutas que indican el nivel de inversiones de la empresa, el volumen de fondos propios, el importe neto de la cifra de negocios y la capacidad de transformación de los resultados en flujos de efectivo a través del EBITDA. Estas medidas no permiten realizar comparaciones pero sí proporcionan información que complementa el tipo de perfil que acude a esta vía de financiación. En segundo lugar, se presentan las principales magnitudes de eficiencia (rentabilidad económica-financiera y EBITDA sobre el activo total) y el efecto apalancamiento medido a través de la relación de los recursos propios sobre los ajenos. En tercer lugar, se presenta el volumen de la capitalización bursátil. Se ofrecen los valores medios y medianos del conjunto de empresas para el año 2006 (último balance aprobado del que se dispone de datos registrados), la distribución en percentiles y la tasa de crecimiento aritmético y geométrico para el periodo 2001-2006. El crecimiento aritmético implica un crecimiento lineal, esto es, que la variable crece en una magnitud constante. Por su parte, el crecimiento geométrico se aproxima mejor al comportamiento real de la variable, al considerar un crecimiento porcentual constante en el tiempo, es decir, indica en término medio el crecimiento anual de la variable en cada uno de los cinco años considerados.

Cuadro 4.23. Principales indicadores económico-financieros de las empresas cotizadas en Alternext.

Magnitudes absolutas (en miles de euros)	<i>Media</i> 2006	<i>Mediana</i> 2006	25%	75%	90%	<i>Tasa Cto.</i> <i>Aritmético</i>	<i>Tasa Cto.</i> <i>Geométrico</i>
Activo total	31855,88	18352,00	11021,50	33103,00	65553,60	12,09%	17,82%
Fondos propios	11954,79	7950,00	4857,50	13184,50	27858,80	17,02%	11,15%
Importe cifra de negocios	28621,58	13252,50	8671,25	30295,50	69343,90	7,45%	6,09%
EBITDA	2629,09	2032,50	740,00	4413	6804	28,26%	25,07%
Magnitudes derivadas (en miles de euros)	<i>Media</i> 2006	<i>Mediana</i> 2006	25%	75%	90%	<i>Mediana</i> 2001-2006	
Rentabilidad Económica	5,59%	7,40%	2,71%	11,48%	21,32%	5,43%	
Rentabilidad Financiera	12,72%	18,05%	5,93%	32,32%	48,77%	17,29%	
Finan. Propia / Finan. Ajena	1,66%	0,80%	0,39%	1,58%	2,87%	0,94%	
EBITDA / Activo total	8,39%	10,68%	5,06%	16,93%	23,94%	10,06%	
Magnitudes bursátiles (en miles de euros)	<i>Media</i> 2006	<i>Mediana</i> 2006	25%	75%	90%		
Capitalización bursátil	25547,27	16607,36	6840,78	30789,77	59905,75		

Fuente: Base Amadeus, AIM, Alternext y elaboración propia.

Los indicadores económico-financieros (valores medianos) de las empresas de Alternext ponen de manifiesto que el principal motivo para acceder a esta vía es la búsqueda de financiación para el crecimiento empresarial. Durante el periodo 2001-2006 se ha producido una renovación del conjunto de inversiones de la empresa con una tasa de crecimiento anual geométrico del 17.8%.

Este incremento de la capacidad económico-productiva ha sido posible por la capitalización procedente de los nuevos inversores bursátiles, que permite incrementar el grado de autonomía financiera de la empresa, con un volumen de recursos propios que suponen el 44% del total de la financiación (por cada 100 euros de fondos ajenos la empresa posee 80 de fondos propios). Por percentiles, se aprecia cómo un 25% de las empresas se sitúan en el extremo superior de la distribución, alcanzando un volumen de capitalización que dobla a los fondos ajenos. Sin embargo, la tasa geométrica de la ratio fondos propios sobre ajenos es negativa (magnitud inversa al grado de apalancamiento financiero). Esta característica indica como los esfuerzos de transparencia informativa y el cumplimiento de los requisitos legales para cotizar en el mercado bursátil permite acceder con mayor facilidad a los capitales ajenos necesarios para emprender la expansión internacional.

El importe neto de la cifra de negocios y el EBITDA crecen anualmente a razón de un 6.1% y un 25.1% respectivamente, pero por debajo del incremento de las inversiones productivas de la empresa por la necesidad de adaptación a la nueva estructura productiva y la reducción de las ventas durante el año 2006. Esta situación no impide que las empresas alcancen una rentabilidad económica del 7.4% en su primer año de cotización, por encima del valor medio que obtenían justo antes de su entrada a negociar (5.43%), dado su alto potencial de crecimiento. Por su parte, la alta retribución a los fondos propios, con una media del 17.3% durante el periodo, les proporciona atractivo para sus potenciales inversores. No obstante, durante el año 2006 la rentabilidad financiera disminuye por el considerable efecto de las aportaciones al capital de los nuevos socios sobre los fondos propios. Esto explica que la tasa geométrica presente un comportamiento decreciente. En relación a la capitalización bursátil, en la actualidad, este mercado no es ajeno a la situación de recesión económica. Tras una tendencia creciente de las cotizaciones desde la apertura del mercado, en junio de 2008 (gráfico 4.22) se produce un cambio de tendencia hasta situarse el mercado en los 500 puntos a finales de marzo de 2009.

Gráfico 4.22. **Histórico de las cotizaciones del mercado Alternext.**



Fuente: Euronext.

Los resultados para el mercado AIM (cuadro 4.19) presentan un comportamiento distinto del descrito para el mercado Alternext. Una elevada proporción de empresas de dimensión grande (más de 500 empleados) y la concentración de empresas de reciente creación (constituidas con posterioridad al año 2000) disparan la cifra del activo total. Sin embargo, la mayor capacidad productiva de estas empresas hace que el crecimiento de las inversiones sea de un 2.57% anual, por debajo del crecimiento de las empresas cotizadas en el mercado francés, de menor dimensión. Los recursos propios son la fuente con la que se financian principalmente estas mayores inversiones. Así, el nivel de recursos propios supone en términos medianos el 55% del total de la financiación (por cada 100 euros de fondos ajenos poseen 126 euros de fondos propios). Por percentiles, se observa una alta dispersión de los fondos, que triplican la cifra de patrimonio neto a los fondos ajenos en el extremo superior de la distribución. Esta estructura financiera viene determinada por el tamaño empresarial de las empresas cotizadas, la antigüedad del mercado y al mayor dinamismo de su capitalización bursátil, incrementando la composición de los fondos propios.

Cuadro 4.24. Principales indicadores económico-financieros de las empresas cotizadas en el AIM.

Magnitudes absolutas (en miles de euros)	<i>Media</i> 2006	<i>Mediana</i> 2006	25%	75%	90%	<i>Tasa Cto.</i> <i>Aritmético</i>	<i>Tasa Cto.</i> <i>Geométrico</i>
Activo total	83920,23	21557,21	8387,99	58203,13	130484,91	5.33%	2.57%
Fondos propios	40801,42	11590,14	4128,87	28914,37	63787,19	5.98%	4.79%
Importe cifra de negocios	60490,52	17638,77	4384,248	47947,82	120504,26	1.65%	1.51%
EBITDA	5678,04	959,67	-558,62	4303,69	11094,56	18.30%	13.10%
Magnitudes derivadas (en miles de euros)	<i>Media</i> 2006	<i>Mediana</i> 2006	25%	75%	90%	<i>Mediana</i> 2001-2006	
Rentabilidad Económica	0,65%	1,87%	-6,27%	8,99%	17,79%	0,67%	
Rentabilidad Financiera	5,71%	4,42%	-9,10%	18,92%	39,705	1,61%	
Finan. Propia / Finan. Ajena	9,08%	1,26%	0,568%	3,59%	16,17%	1,06%	
EBITDA / Activo total	3,70%	6,03%	-4,39%	11,20%	14,70%	3,34%	
Magnitudes bursátiles (en miles de euros)	<i>Media</i> 2006	<i>Mediana</i> 2006	25%	75%	90%		
Capitalización bursátil	30757,32	7446,297	2434,615	20651,27	71457,33		

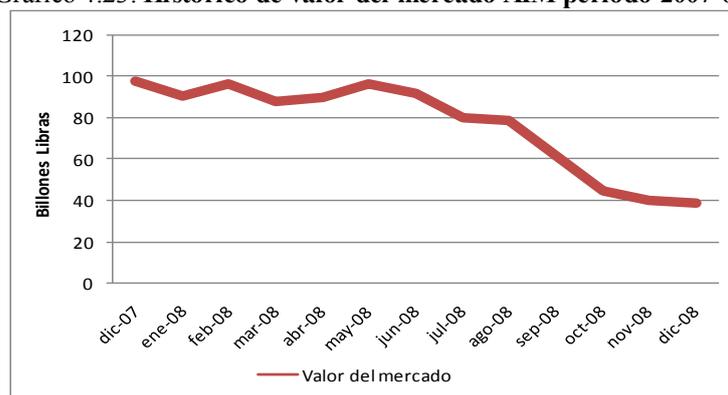
Fuente: Base Amadeus, AIM, Alternext y elaboración propia.

En relación a las medidas de eficiencia el AIM presenta valores inferiores a los alcanzados por el Alternext (en términos medianos). La rentabilidad económica apenas supera el 1%. Pese a alcanzar una elevada cifra de negocio, los gastos derivados del mantenimiento de la capacidad productiva no han permitido la obtención de altos resultados económicos ni su transformación en flujos de caja. Esta variable es la que más ha variado durante el periodo de estudio con una razón de crecimiento anual del 13.1%. No obstante, la considerable dimensión de activos hace que la ratio que relativiza el EBITDA respecto al total de la inversión apenas alcance el 3.4% durante el periodo 2001-2006. El indicador al que los accionistas le conceden una mayor importancia es la rentabilidad financiera, como remuneración a su participación. Esta ratio se sitúa en el 4.42% a finales del año 2006, por encima del valor mediano alcanzando a lo largo del periodo de estudio (1.6%). Sin embargo, destaca la alta heterogeneidad registrada en los datos. Por percentiles, se aprecia como en el

extremo inferior de la distribución (el 25% de los casos) se agrupan las empresas con los peores desempeños empresariales con rentabilidades negativas y con déficit de tesorería. En el lado opuesto, último cuartíl, se sitúan las empresas más eficientes y potencialmente más atractivas del mercado, con una rentabilidad financiera del 18.9%.

El gráfico 4.23 muestra la capitalización bursátil (en billones de libras). Al igual que el mercado francés, la recesión económica y la crisis de los mercados bursátiles también se manifiesta en la valoración del mercado, con una tendencia decreciente desde junio del 2008, perdiendo en apenas seis meses (finales del 2008) más del 60% del valor que el mercado había alcanzado – en torno a cien billones de libras-. La mayor internacionalización de este mercado podría explicar que la caída de la capitalización bursátil haya sido más brusca que en Alternext.

Gráfico 4.23. **Histórico de valor del mercado AIM periodo 2007-08.**



Fuente: London Stock Exchange

Los datos que se acaban de exponer son coincidentes con la evolución y las tendencias de la economía internacional, a los que las empresas francesas y británicas no han sido ajenas. No obstante, la crisis internacional ha tenido una mayor repercusión en el AIM por su mayor diversificación de capitales extranjeros y la mayor concentración de empresas americanas. La crisis financiera, que se inició en los Estados Unidos a finales del año 2007, viene explicada por una acumulación de factores económicos, industriales y financieros, aunque la nota diferenciadora respecto a otras crisis es la forma en la que rápida y internacionalmente se ha transmitido, a través de los productos e innovaciones financieras: las denominadas hipotecas de alto riesgo (*Subprime*) y el desarrollo de los derivados financieros. Además, los fallos de los mecanismos de control y autoregulación del mercado han propiciado actitudes demasiado arriesgadas por parte de las empresas y sus responsables, animados por los bajos tipos de interés y la escasa morosidad desde el año 2002. Si a esta situación se une el comportamiento de las entidades financieras y crediticias, que con las operaciones de titulización sacan rápidamente los préstamos de sus balances con el objeto de transferir riesgos, y el cambio jurídico de los bancos de inversión, que pasaran de tener responsabilidad ilimitada a limitada al conjunto de su patrimonio, ha provocado que los principales suministradores de fondos del tejido empresarial, las entidades financieras, se vean abocados al

colapso financiero, en lo que se ha denominado el “*credit crunch*” (Cano *et al*,2008:22-25; Argandoña, 2009:1-2).

Otra diferencia es el comportamiento de las instituciones públicas y de los bancos centrales, que han tratado de inyectar liquidez al sistema, pero no de forma directa a las empresas sino de forma indirecta, a través de sanear y robustecer el mercado interbancario. Esta estrategia de reducir los riesgos del sistema crediticio supondrá una penalización para el apalancamiento de la economía, así como un mayor coste financiero y una reducción de los periodos de devolución para las empresas. Consecuentemente, las inversiones acometidas por las empresas, que inicialmente serían rentables en un horizonte temporal a largo plazo, se verán drásticamente afectadas. Por tanto, la destrucción de la liquidez de las empresas, en parte por la disminución del número de oferentes de servicios financieros, y el progresivo desapalancamiento de la economía, han provocado la disminución de la rentabilidad financiera de las empresa, por lo que la decisión de cotizar en un mercado bursátil para Pymes responde a una estrategia financiera encaminada a disminuir el peso de los fondos ajenos a favor de los fondos propios.

Finalmente, las conclusiones que se extraen de las experiencias del mercado internacional para Pymes tienen una triple interpretación: para las empresas cotizadas, por el acceso a unos fondos necesarios en la actualidad, los fondos propios; para los ahorradores, que estarán dispuestos a invertir en valores alternativos a los tradicionales siempre que aprecien señales de transparencia; y para las entidades financieras, que han encontrado en estos nuevos mercados una nueva forma de hacer negocios a través de la figura de agente especializado (*nominated adviser* o asesores registrados).

2.4.1.2 Potenciales empresas españolas con capacidad financiera para negociar en el MAB.

En España, las potenciales ventajas de los mercados bursátiles no han sido lo suficientemente apreciadas por las Pymes, como demuestra la experiencia fallida del *nuevo mercado* de capitales (aprobado por la orden ministerial de 22 de diciembre de 1999) y el segundo mercado. Para Fernández *et al.* (2001:187) este poco atractivo ha podido deberse a la falta de legislación bursátil para las Pymes, sugiriendo la creación de dos mercados con condiciones de admisión, permanencia e información diferenciadas: el primero integrado por los títulos más líquidos y representativos del mercado y un segundo mercado para Pymes y empresas en expansión, con requisitos informativos menos ligados a los rasgos económico-financieros de las empresas. Así, en esta línea, se está desarrollando en la actualidad el mercado alternativo bursátil para Pymes –véase apartado 2.5-. Un estudio encargado a la Universidad de Alcalá por BME (Bolsa y Mercados Españoles) puso de manifiesto que existían dentro del tejido empresarial un total de 5.353 empresas en expansión con potencial de cotizar en este nuevo mercado. Sin embargo, las conclusiones y los análisis realizados en dicho estudio se referían al periodo 2000-2005, en pleno auge económico. Por esta razón, con

los mismos criterios exigidos por la bolsa para cotizar con condiciones de garantía en este nuevo mercado, se replica el estudio de las empresas españolas con potencial de cotización con introducción de datos contables del periodo 2007 para considerar el inicio del periodo de recesión económica. El objetivo es poder determinar regional y sectorialmente una muestra de Pymes españolas, no participadas por otras empresas españolas cotizadas en bolsa, lo suficientemente robusta y atractiva para los inversores. La selección se realiza condicionada a las empresas con forma mercantil recogidas en SABI, ya que como se analizó en el capítulo metodológico, el grado de cobertura de la base respecto al DIRCE es superior al 70% si se considera el conjunto de empresas de más de 10 trabajadores.

Los criterios consideradas por BME para que las empresas puedan acceder al mercado son:

- ✚ Sólo sociedades anónimas y sociedades limitadas (que posteriormente tendría que transformar su personalidad jurídica en sociedad anónima para poder cotizar).
- ✚ Que no coticen en bolsa.
- ✚ Que no pertenezcan al sector agrario ni financiero y de seguros.
- ✚ Que cuenten al menos con más de 9 trabajadores.
- ✚ Empresas no participadas por otras empresas españolas cotizadas en Bolsa.
- ✚ Empresas no participadas por otras empresas (españolas o extranjeras) en un porcentaje superior al 50%.
- ✚ Que posean unos fondos propios mínimos de 6,5 millones de euros.

La necesidad de que el capital de las empresas se encuentre dividido en títulos o acciones para propiciar la negociación bursátil supone la restricción de sólo admitir empresas con forma jurídica anónima o limitada. Por su parte, las peculiaridades financieras de las entidades crediticias, compañías de seguros y planes de pensiones no las convierten en el objetivo de este tipo de bolsa. Aunque el destino del mercado son las Pymes, es necesario que estas estén dotadas de una caracterización extraordinaria tanto por su volumen de negocios como por la capacidad de sus inversiones, por lo que sólo se consideran a aquellas empresas que cuenten con más de nueve trabajadores y con una cifra de balance o de ventas superior a 10 millones de euros. La supresión de sociedades que están participadas mayoritariamente por otras empresas nacionales o extranjeras se fundamenta en que la decisión de cotizar estaría influenciada por los intereses de la matriz. Finalmente, la exigencia de poseer unos fondos propios superiores a 6.5 millones de euros viene condicionada por la exigencia de disponer de un capital flotante mínimo de 2 millones de euros que sea lo suficientemente atractivo para generar liquidez en la negociación de los títulos.

La base de datos SABI recoge 1.142.898 empresas españolas con forma jurídica. De estas 471.745 son empresas activas que cuentan al menos con un asalariado y se poseen sus registros contables para el año 2007 (versión febrero 2009). A partir de este último conjunto se aplica los criterios mínimos señalados anteriormente. En primer lugar, 470.090 presentan forma jurídica de sociedades anónimas y limitadas. Esta cifra se reduce a 469.889 al eliminar aquellas empresas que actualmente coticen en algún mercado bursátil. En relación al sector de actividad se han eliminado un total de

14.817 empresas cuya actividad principal pertenecía a la rama financiera y de seguros. De las 455.072 sociedades resultantes se eliminan a las microempresas y a las pequeñas empresas que no presenten una caracterización importante por su volumen de negocios o su cifra de activos, tal como aconseja la recomendación europea de 1 de enero de 2005 sobre definición de Pyme. Para la selección se consideran empresas extraordinarias a aquellas que teniendo un volumen de trabajadores entre 10 y 49 trabajadores (ambos inclusive) –variable 1- cuenten además con un importe neto de la cifra de negocios –variable 2- o un volumen de activos –variable 3- inferior a 10 millones de euros, tengan una de estas dos magnitudes superior a 10 millones de euros. Esto es, las pequeñas extraordinarias son las que cumple la siguiente ecuación de variables: 1 y (2 ó 3) y no (1 y 2 y 3).

Eliminado las empresas señaladas, en SABI existen 16.809 empresas, de las cuales 448 son pequeñas, 13.909 medianas y 2.452 grandes. De este conjunto, en función a los criterios establecidos, se han de eliminar aquellas que no sean potencialmente cotizables por estar participadas en más del 50% de su capital por empresas españolas o por empresas extranjeras. Por esta razón el número de empresas pasa a ser el siguiente:

- ✚ Pequeñas extraordinarias: 334 (11 están participadas por cotizadas españolas, 12 por cotizadas extranjeras y 91 empresas están participadas en más de un 50% por sociedades extranjeras no cotizadas).
- ✚ Empresas medianas: 8.971 empresas (230 están participadas por empresas españolas cotizadas, 537 por empresas extranjeras cotizadas, 3.781 empresas españolas no cotizadas con más del 50% de las participaciones y 389 las análogas extranjeras).
- ✚ Empresas grandes: 1.319 empresas (se han eliminado 107 empresas españolas cotizadas, 574 participadas más del 50% por sociedades españolas no cotizadas, 322 de extranjeras cotizadas y 130 participadas en más del 50% por extranjeras no cotizadas).

Finalmente, para dar una mayor profundidad a la liquidez de los posibles títulos a emitir se han eliminado aquellas empresas que tienen unos fondos propios inferiores a 6.5 millones de euros (suponiendo una distribución óptima de esta cifra en 5 millones de capital social, 1 millón de reservas y 500.000 de resultados económico). El resultado de este proceso es un total de 2.793 empresas con potencial de cotización en el mercado alternativo bursátil repartido en 31 empresas pequeñas, 1.907 empresas medianas y 855 empresas grandes. La distribución por comunidades autónomas, sector de actividad y volumen de los fondos propios de estas empresas se muestran en el cuadro 4.25 y 4.26.

Cuadro 4.25 Número de potenciales empresas con capacidad para cotizar en el MAB, por tamaño, sector de actividad y fondos propios.

Volumen de fondos propios por sector de actividad	Pequeñas empresas					Medianas empresas					Grandes empresas				
	< 6,5	6,5 - 10	10- 15	15- 20	Más 20	< 6,5	6,5- 10	10- 15	15- 20	Más 20	< 6,5	6,5- 10	10- 15	15- 20	Más 20
Extractivas. Energía y agua	6	0	0	0	0	59	12	6	11	12	3	1	2	2	15
Manufactura tradicional	20	0	0	1	1	982	182	109	82	54	24	16	19	30	66
Manufactura intermedia y avanzada	8	0	0	1	0	567	140	87	67	51	14	10	12	22	65
Construcción	71	1	0	1	4	1.421	55	51	40	29	43	13	12	19	43
Comercio – Distribución	47	0	0	0	0	1.177	182	109	85	45	48	10	21	22	72
Resto Servicios (no comercial)	151	4	5	6	7	2.857	168	113	91	126	332	51	66	72	194
Total	303	5	5	9	12	7.063	739	475	376	317	464	101	132	167	455

Fuente: Elaboración propia. Base de datos SABI.

Cuadro 4.26. Número de potenciales empresas con capacidad para cotizar en el MAB, por tamaño, comunidad autónoma y fondos propios.

Volumen de Fondos Propios por Comunidad Autónoma	Pequeñas empresas					Medianas empresas					Grandes empresas				
	< 6,5	6,5 - 10	10- 15	15- 20	Más 20	< 6,5	6,5- 10	10- 15	15- 20	Más 20	< 6,5	6,5- 10	10- 15	15- 20	Más 20
Andalucía	45	1	0	0	2	920	47	26	23	19	38	5	13	13	26
Aragón	6	0	0	0	0	243	22	14	11	15	12	3	3	5	12
Asturias	5	0	0	0	1	135	17	14	5	7	11	5	3	4	7
Baleares	9	0	0	0	0	157	18	8	7	4	6	2	3	0	15
Canarias	17	0	2	1	3	295	30	48	38	24	15	4	9	5	25
Cantabria	1	0	0	0	0	77	13	5	5	4	5	0	2	1	8
Castilla y León	9	0	0	1	0	269	29	20	18	7	14	4	1	3	20
Castilla La Mancha	8	0	0	0	2	216	14	6	15	9	9	3	4	8	6
Cataluña	43	2	2	2	3	1.450	198	115	98	72	109	19	29	48	104
C. Valenciana	31	0	0	0	0	766	86	62	49	48	35	10	12	19	47
Extremadura	8	0	0	0	1	98	5	3	2	1	5	0	2	0	0
Galicia	23	0	0	0	0	473	41	27	13	17	25	4	4	11	30
Madrid	54	1	1	5	0	1.329	115	63	48	52	141	26	37	30	99
Murcia	16	0	0	0	0	238	21	15	13	7	12	6	2	6	12
Navarra	6	0	0	0	0	138	15	8	13	11	3	1	1	3	8
País Vasco	22	1	0	0	0	315	60	38	16	19	24	7	7	11	35
Rioja	0	0	0	0	0	33	8	2	2	1	0	2	0	0	1
Ceuta y Melilla	0	0	0	0	0	7	0	1	0	0	0	0	0	0	0
España	303	5	5	9	12	7.063	739	475	376	317	464	101	132	167	455

Fuente: Elaboración propia. Base de datos SABI.

Por último, se realiza una comparación de los ratios de eficiencia de las potenciales empresas seleccionadas con capacidad para cotizar en el MAB con las actuales empresas que cotizan en el mercado de valores. De las 186 empresas que cotizan en la Bolsa de Madrid se han obtenido datos en la base de datos SABI de 140 de ellas, teniendo en cuenta que esta base no incluye los estados contables de las entidades financieras. Por otro lado, al considerar la evolución temporal, destaca, como a partir del año 2005, según el reglamento 1606/2002 del parlamento del consejo europeo, se estableció que las sociedades que posean títulos admitidos en un mercado organizado deberían elaborar sus cuentas consolidadas conforme a las normas internacionales de información financiera (NIIF). Esta decisión se ratificó por la circular 1/2005 de 1 de abril de la CNMV, relativa a la

información pública periódica de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en bolsa. Por esta razón, se presentan los datos para el horizonte temporal 2005-2007 para ambos grupos de empresas.

El cuadro 4.27 pone de manifiesto como las empresas que podrían participar en el MAB son empresas de alto potencial de crecimiento, con una tasa de crecimiento tanto de su activo como del importe neto de su cifra de negocios del 27% durante el periodo considerado. Además, destaca como el nivel de capitalización es similar al de las propias entidades cotizadas durante el año 2005, mientras que en los años sucesivos la valoración del patrimonio neto de estas últimas se dispara, posiblemente por la aplicación de los nuevos criterios contables, en especial, los ajustes provocados por la aplicación del valor razonable. No obstante, el elevado volumen de los fondos propios está condicionado por el requisito de fondos propios exigidos a las empresas para poder formar parte del MAB, con un cifra superior a los 6.5 millones de euros. Por su parte, en relación a las magnitudes medidas en términos absolutos, el EBITDA, presenta un comportamiento estable a lo largo del periodo, a diferencia de las empresas actualmente cotizadas que duplican los resultados de partida. El incremento que experimentará esta variable supone uno de los estímulos con los que se encuentran las potenciales empresas que cotizarán en este mercado (tal como se observó al analizar las magnitudes financieras de los mercados alternativos AIM y Alternext). Estos incentivos son: poder acceder a nuevas fuentes de financiación, tanto propia como ajena, que les permita incrementar su capacidad productiva y reducir los costes operativos al optimizar las economías de escala; la reputación y el prestigio de cotizar en un mercado bursátil, con el consecuente incremento de las ventas y de los flujos de efectivo; y, finalmente, el atractivo para los potenciales inversores, que aprecian en el EBITDA una señal favorable de la empresa para repartir dividendos.

Cuadro 4.27. Análisis comparativo con empresas cotizada en BOLSA, periodo 2005-2007

Indicadores y principales variables	2005		2006		2007		Promedio	
	BOLSA	MAB	BOLSA	MAB	BOLSA	MAB	BOLSA	MAB
Total Activo	482258	28627	783896	32607	923645	36410	↑ 729933	↓ 32548
Fondos propios	13540	11525	30999	12910	42922	13982	↑ 29154	↓ 13982
Importe neto cifra negocios	295297	29140	333892	33055	510912	36813	↑ 380034	↓ 33003
EBITDA	40148	2669	60967	3053	82936	3302	↑ 61350	↓ 3008
Rentabilidad económica	4,70%	7,30%	4,70%	7,80%	4,60%	7,00%	↓ 4,7%	↑ 7,4%
Rentabilidad financiera	14,50%	10,70%	16,70%	11,40%	13,90%	10,10%	↑ 15,0%	↓ 10,7%
Finan. Propia / Finan. Perm.	60,50%	85,90%	58,40%	85,00%	60,50%	84,40%	↓ 59,8%	↑ 85,1%
EBITDA activo	8,30%	9,40%	7,80%	9,20%	9,00%	9,00%	↓ 8,4%	↑ 9,2%
Endeudamiento	62,90%	54,80%	66,00%	55,60%	64,20%	55,10%	↑ 64,3%	↓ 55,2%
Productividad	104573	52435	117947	54593	115447	56182	↑ 112656	↓ 54403

Fuente: Elaboración propia. Base de datos SABI.

En relación a los ratios que miden el nivel de eficiencia económica-financiera de la empresa, se aprecia como las potenciales empresas que podrían cotizar en el MAB alcanzan una rentabilidad económica del 7.4%, por encima de la media de las empresas cotizadas (4.7%), debido al mayor

riesgo que suponen estas empresas. Este buen comportamiento también se produce si se relativiza el EBITDA respecto al activo total. Por su parte, la rentabilidad financiera, significativamente valorada por los accionistas, muestra un valor medio más alto, 15%, en las empresas actualmente cotizadas frente al 10.7% del MAB. Al final del periodo considerado las diferencias entre ambas se reducen a 3.8 puntos porcentuales. Sin embargo, la baja rentabilidad financiera de las potenciales empresas del MAB se puede encontrar en su bajo apalancamiento. Cuanto mayor es el indicador de financiación propia sobre financiación permanente menor es el grado de apalancamiento de las empresas, como confirma el indicador que mide el endeudamiento total. La mayor capitalización de estas empresas se traduce en un menor impacto del efecto apalancamiento, lo que provoca, pese a tener una buena rentabilidad económica, que su rentabilidad financiera se encuentre por debajo de las empresas cotizadas. Como se indicó anteriormente, el acceso a este mercado facilitará a sus potenciales usuarios el acceso a los recursos ajenos a largo plazo y, por tanto, un mayor efecto apalancamiento sobre la rentabilidad financiera. En cuanto a la productividad de estas empresas, pese a encontrarse muy por debajo de las empresas cotizadas, muestra una evolución positiva a lo largo del periodo objeto de estudio.

No obstante, hay que destacar la heterogeneidad existente en el grupo de empresas potenciales de cotizar en el MAB. Así, las pequeñas empresas son las que presentan un comportamiento más heterogéneo, con una rentabilidad económica del 1%, mientras que en medianas (7.6%) y grandes empresas (6.9%) la muestra mantiene un comportamiento más homogéneo. Por su parte, son las grandes empresas las que ofrecen una mayor rentabilidad financiera (12.2%) seguido de medianas (10.4%) y, a mayor distancia, las pequeñas empresas (1.5%). Así, *Zinkia*, la productora de la serie de animación infantil *Pocoyo*, ha sido la primera empresa que ha empezado a cotizar en el MAB. La cotización en bolsa, que se produjo el 15 de julio de 2009, arrancó con un precio inicial de 1.92 euros mientras que al cierre de la sesión se situó en 2.45 euros, es decir, un incremento del 27.6%.

Por todo lo anterior, puede concluirse que existe un elevado número de empresas de diferentes tamaños empresariales y con un volumen de capitalización suficiente para cotizar en el mercado alternativo bursátil. Además, pese a la actual situación de recesión económica, que comienza a apreciarse en los indicadores del año 2007, las empresas seleccionadas acusan en menor medida la desaceleración económica que las sociedades que actualmente cotizan en la bolsa. Esto reafirma el carácter de empresas con gran potencial de desarrollo y crecimiento, en donde, el acceso al mercado bursátil de capitales contribuirá de forma decisiva a implementar con éxito las estrategias de crecimiento o expansión internacional de las empresas.

2.4.3 Procesos de fusiones y de adquisiciones entre Pymes.

La atomización del tejido empresarial, la disminución de la demanda interna y la reducción del crédito bancario convierten a la Pyme en un agente económico especialmente vulnerable en las

situaciones de recesión económica. En el capítulo segundo se incidió en la fórmula de las fusiones y adquisiciones (F&A) como estrategia empresarial que permite a las empresas que se han consolidado adecuadamente en el mercado afrontar sus decisiones de crecimiento, o al menos garantizar su supervivencia, dentro del actual contexto económico. Por esta razón, se realiza un análisis de la dinámica de los procesos de F&A de Pymes españolas, con el objeto de contrastar los comportamientos y resultados de las empresas que participan en estas combinaciones de negocios, a través de comparar sus principales indicadores económico-financieros y de generación de valor antes y después del proceso (Apellaniz *et al*, 1996:438-442).

En primer lugar se realiza un análisis descriptivo de los procesos de F&A en función las variables de clasificación empleadas a lo largo de la investigación (tamaño empresarial, sector de actividad y localización geográfica). Para realizar este análisis se dispone de la base de datos de la Dirección General de la Pyme (DGPyme-SABI) que recoge los procesos de F&A de empresas que se han producido en España durante el periodo 1996-2006 y que se encuentran presentes en la base de datos SABI. Por otro lado, también se dispone de la información suministrada por el INE relativa a las causas de disolución de las sociedades mercantiles, entre las que se incluye la fusión, y con un horizonte temporal que se extiende desde el año 1993 hasta 2008. En segundo lugar, se realiza un análisis de los desempeños empresariales de las empresas fusionadas, se utiliza como fuente de información primaria los anuncios publicados en el BORME, para identificar a las empresas fusionadas (absorbidas y absorbentes), y la base de datos SABI como instrumento para obtener sus principales magnitudes contables. Para llevar a cabo el análisis económico-financiero ha sido necesario elegir una muestra de empresas fusionadas, concretamente las ocurridas en el periodo 2001-2003.

Las razones de no considerar el mismo periodo de referencia seguido para el análisis de las empresas beneficiarias de apoyos públicos son dos: la primera, de carácter legal, es la restricción de poder acceder de forma directa a los anuncios del BORME sobre fusiones del año 2000, ya que en su versión electrónica sólo se encuentran disponibles los procesos registrados desde el año 2001; y la segunda, de carácter metodológica, para poder así disponer de un historial suficiente de datos antes y después del proceso de F&A se ha restringido el horizonte temporal al periodo 1999-2005. De esta forma se dispone de una serie histórica de 2 años previos a la fusión y 4 años posteriores para las efectuadas en el 2001, 3 años previos y posteriores para las producidas en el 2002, y 4 años anteriores y 2 años después de la concentración empresarial para los procesos recogidos en el año 2003. Sin embargo, se sigue manteniendo metodológicamente el análisis de carácter contrafactual a través de la comparación con grupos de control representativos del tejido empresarial. Por tanto, dado que en la evolución de las variables incide el momento temporal considerado, la comparación con los grupos de control permite conocer las diferencias existentes entre las empresas que han acometido un proceso de F&A con las que no han seguido esta decisión, así como determinar si los

cambios experimentados tras el proceso son debidos al comportamiento general del sector al que pertenecen dentro de la economía o se deben a los efectos de la F&A. En caso de que existan diferencias, se analiza el signo y la cuantificación del mismo, con el objetivo de confirmar la posible generación de valor, la mejora de los rendimientos empresariales y la reducción de los costes operativos tras la fusión.

Concretamente, los anuncios de F&A publicados en el BORME en el periodo 2001-2003 se recogen en el cuadro 4.28. Del total de 13.199 anuncios registrados en el BORME hay que realizar una depuración previa considerando la obligación legal de las empresas de publicar el anuncio de la fusión tres veces. Por esta razón, al identificar el año de la fusión se ha considerado el primero de los anuncios. No obstante, se ha realizado un proceso de depuración de los anuncios con el objeto de eliminar fusiones de empresas acordadas a finales del año 2000, pero cuyo primer anuncio aparece publicado a principios del año 2001, e incorporar las fusiones producidas a finales del año 2003, cuyos anuncios aparecen publicados a principios del año 2004. Resultado de este proceso se ha obtenido información de 4.238 empresas. De estas, existe información en la base SABI del 75,6% del total de empresas resultantes en los procesos de concentración, de las que se depuraron 374 por no disponer datos tras la fusión. En síntesis, la muestra objeto de estudio está integrada por 2.830 empresas. A continuación, se han asignado las empresas resultantes a las absorbidas, considerando sólo aquellas empresas de las que se dispongan datos de al menos unas de las absorbidas. Como consecuencia de este proceso se utilizan 2.252 compañías. La distribución de estas empresas por tamaños, sectores, empresas absorbidas y resultantes se presentó en el cuadro 3.14 del capítulo tercero, obteniéndose un total de 16 grupos (4 tamaños (micro, pequeñas, medianas y grandes empresas) agrupados en 4 ramas de actividad (industria, construcción, distribución comercial y resto de servicios no comerciales). En cada uno de estos extractos se encuentran tanto las empresas absorbentes como las absorbidas. Un resumen de los principales datos se presenta en el cuadro 4.29. Por otro lado, para seleccionar el grupo de referencia, se han diseñado un total de 16 de grupos de control, según el tamaño y sector, formados por 100 empresas cada uno, extraídos de forma aleatoria y que cumplan con los requisitos de pertenencia tanto al tamaño empresarial como a la rama de actividad.

Cuadro 4.28: F&A de empresas en España, 2001-2003

	2001	2002	2003	Total
Anuncios BORME	4462	4467	4270	13.199
Empresas resultantes (F&A)	1533	1380	1325	4238
Empresas disponibles en SABI	1162	1056	986	3204
% de empresas en SABI	75,8	76,5	74,4	75,6
Empresas SABI con datos tras F&A	1083	945	802	2830

Fuente: elaboración propia a partir BORME y SABI

Cuadro 4.29: Muestras y segmentación de las F&A españolas en SABI, 2001-2003

	2001	2002	2003	Total
Sector Industrial	385	314	313	1012
Sector construcción	123	76	79	278
Sector distribución comercial	345	381	348	1074
Sector servicios no comerciales	1249	1005	910	3164
Microempresas	634	543	447	1624
Pequeñas empresas	506	414	399	1319
Medianas empresas	493	449	445	1387
Grandes empresas	469	368	359	1196
Total absorbidas	1255	1043	976	3274
Total absorbentes	847	731	674	2252

Fuente: elaboración propia a partir SABI

2.4.3.1 Análisis descriptivo de los procesos de F&A.

Según los datos proporcionados por la DGPyme, durante el periodo 1996-2006 se han realizado en España más de 10.468 operaciones de fusión y adquisición de empresas. Durante el periodo 2000-2003, fase de recesión económica, la actividad fue más intensa, con más de 1.000 operaciones al año. Sin embargo, los datos proceden de la base SABI, no recoge la totalidad de las fusiones. Por tanto, si se comparan estos resultados con los obtenidos directamente del BORME para el periodo 2001-2003, se aprecia como las operaciones que realmente se llevaron a cabo son un 25% superiores, aproximadamente, a los suministrados por la base DGPyme. En el cuadro 4.30 se presenta los datos de esta base, así como el número estimado para el periodo, salvo para 2001-2003, que se mantienen las identificadas en el BORME. Por otro lado, estos resultados se comparan con los datos facilitados por el INE, que se aproximan a los datos estimados, con una diferencia de 286 empresas. El elevado grado de coincidencia alcanzado confiere robustez a la base DGPyme, que se utiliza para conocer el panorama descriptivo de los procesos F&A.

Cuadro 4.30. Procesos de F&A en España, periodo 1996-2006

Año	Datos DGPyme	Datos estimados	Datos INE
1996	583	729	632
1997	698	872	675
1998	854	1.067	881
1999	965	1.206	1.076
2000	1.141	1.426	1.388
2001	1.173	1.533	1.447
2002	1.182	1.380	1.470
2003	1.039	1.325	1.286
2004	972	1.215	1.274
2005	898	1.122	1.206
2006	963	1.204	1.459
Total	10.468	13.080	12.794

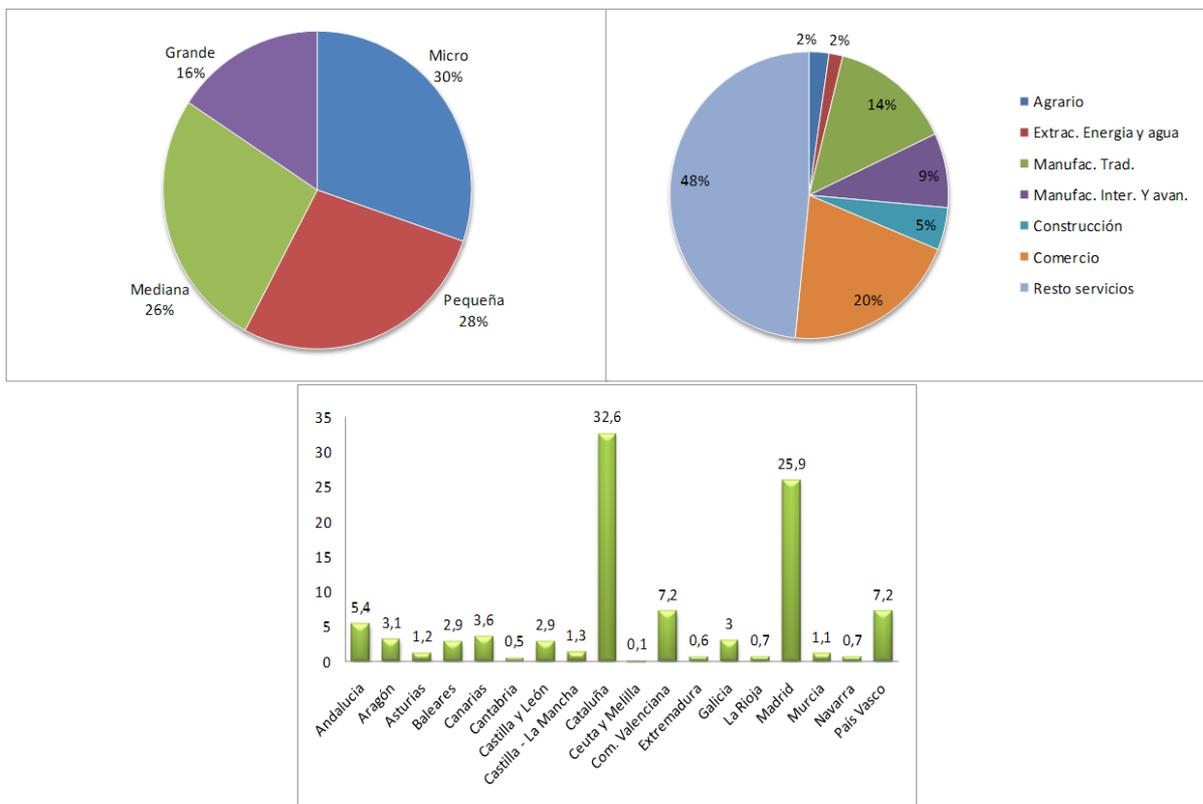
Fuente: Base DGPyme, BORME, SABI y INE.

En función del tamaño empresarial, gráfico 4.24, el 30,2% de las operaciones se realizó en el ámbito de las microempresas, seguido de las pequeñas y medianas empresas, con un 26.5% y 27,5%, respectivamente. Por su parte, una de cada seis empresas resultantes de un proceso de fusión es de tamaño grande (15,7%). No obstante, si estos datos se relativizan respecto al peso de

cada uno de los tamaños empresariales dentro del tejido empresarial español, la mayor dinámica concentradora se produce en pequeñas y medianas empresas. Estas últimas exceden en más del 25% su participación en el conjunto de las operaciones respecto a su participación relativa en el conjunto de la economía (según datos del DIRCE, estas suponen el 1,4% del total de las empresas).

En el gráfico 4.25 se presenta desde una perspectiva sectorial los procesos de F&A. Durante el periodo 1996-2006 casi la mitad (48,4%) de las fusiones se concentran en las empresas dedicadas a los servicios no comerciales seguidas de la industria tradicional y avanzada (22,8%). Por su parte, una de cada cinco fusiones se ha producido en el sector de la distribución comercial. Por el lado contrario, se encuentran las empresas dedicadas a la construcción (4,8%) y las actividades extractivas, energía y agua que apenas alcanzan el 1,6%. Sin embargo, estas últimas junto a las empresas manufacturaras intermedias son los sectores más dinámicos, si se compara con la participación de cada grupo de actividad en el total de empresas de la economía. Por su parte, el sector construcción se encuentra por debajo de lo que le debería corresponder respecto a su grado de participación en el tejido empresarial (según datos del DIRCE, su participación es del 14,9%).

Gráficos 4.24, 4.25 y 4.26: **Panorama descriptivo de los procesos F&A por tamaño, sector y localización.**



Fuente: Elaboración propia. Base DGPyme.

Finalmente, en el gráfico 4.26 se presenta la distribución territorial de las fusiones atendiendo a su localización geográfica. Como cabría de esperar, son los grandes núcleos empresariales los que concentran la mayor parte de los procesos de F&A. Concretamente destacan Cataluña, Madrid, País Vasco y Comunidad Valenciana. Además, su participación es superior a lo esperable respecto su

contribución en el conjunto empresarial, en especial, sobresale Cataluña con el 32,6% de los procesos sobre su participación del 18,4% según datos del DIRCE, y Madrid con el 25,9% de procesos respecto a su grado de participación en la estructura empresarial (13,7%). En el extremo contrario se sitúan las empresas de Andalucía, Murcia, Extremadura y Castilla-La Mancha.

2.4.3.2 Análisis cuantitativo por sectores y tamaños de los procesos de F&A.

En este apartado se analiza la posible existencia de causalidad entre los procesos de fusión y la modificación de las principales magnitudes económico-financieras de las empresas absorbentes o resultantes (en caso de fusión propia) respecto a la situación anterior a la fusión de las empresas absorbidas y participantes. En especial, las variables que miden el grado de eficiencia empresarial (Sorensen,2000.:426-430). Para aplicar la metodología contrafactual y considerar únicamente los cambios derivados del proceso de fusión, es necesario eliminar los valores extremos de las empresas intervinientes así como la influencia del ciclo económico. Con el empleo del estadístico mediana de cada una de las variables consideradas (rentabilidades, productividad, EBITDA, etc.) se consigue eliminar los valores extremos que distorsionan el comportamiento general de los resultados. Para cada año del período previo a la fusión se obtiene la mediana de los valores que toma cada indicador para las empresas participantes en el proceso, mientras que para cada año del período posterior a la fusión se toma la mediana de los valores de cada ratio de las empresas resultantes. Por otro lado, la eliminación de los efectos del entorno económico se logra a través de la creación de nuevos indicadores que relativicen la mediana de las empresas de cada año y estrato (tamaño y sector) respecto al valor de la mediana del correspondiente grupo de control de empresas no fusionadas. Los resultados que pueden obtener los nuevos indicadores son por debajo, por encima o igual a 1. Así, por ejemplo, si el valor de la ratio es superior a 1 significa que las empresas fusionadas presentan un mayor valor en la ratio analizada que las empresas no fusionadas. Estadísticamente, las diferencias de comportamientos observadas entre los diferentes tamaños y sectores son confirmadas a través del contraste de Kruskal-Wallis. Este test no paramétrico permite contrastar la existencia de diferencias, a un nivel de significación del 5%, entre los valores para cada indicador antes y después del proceso de F&A. No obstante, dado que durante el año en que se produce la fusión las empresas deben de realizar múltiples ajustes contables (actualizar al valor razonable los bienes y pasivos adquiridos, el reconocimiento del fondo de comercio, etc.) se ha prescindido de la información correspondiente al 2001,2002 y 2003 para las compañías fusionadas en cada uno de esos años.

a) Sectores de actividad industriales (se incluyen extractivas y manufactureras).

En las empresas industriales la decisión de acometer un proceso de fusión resulta positiva para la generación de valor de las empresas participantes, aunque en diferente medida según se consideren los distintos tamaños empresariales. Las más beneficiadas son las pequeñas y medianas empresas, que muestran una evolución similar en la mayor parte de las variables analizadas.

Las pequeñas empresas presentan un comportamiento favorable en el aprovechamiento de sus capacidades productivas, la generación de liquidez y en las variables de eficiencia, en concreto, rentabilidad y la productividad. Estas empresas presentan antes de la fusión una rentabilidad económica y financiera peor que la media, sin embargo, después de la fusión los valores se incrementan y llegan a superar a los del grupo de control. Por ejemplo, las empresas fusionadas en el año 2001 obtenían una rentabilidad económica entre 0,48 y 0,66 en los dos años del periodo 1999-2000, las fusionadas en el año 2002 registraban valores desde 0,49 a 0,89 en el periodo 1999-2001, y los valores de las empresas fusionadas en 2003 se encuentran entre 0,15 y 0,76 desde 1999 hasta el 2002. Tras la fusión, los resultados de las empresas resultantes registran valores superiores al grupo de control para esta misma ratio: las empresas fusionadas en el 2001 presentan valores entre 0,89 y 1,19 en los cuatro años del periodo 2002-2005; las compañías fusionadas en el 2002 registran valores de 0,95 a 1,74 en los tres años del periodo 2003-2005; y las fusionadas en el 2003 registran valores de 0,92 a 0,97 entre 2004 y 2005.

Entre los factores explicativos de esta evolución favorable destaca la reducción de los costes de explotación, en especial, la eficiente gestión de los costes de personal, sensiblemente inferiores al grupo de control, y la mejora de la productividad del trabajo en las empresas resultantes. Además, los menores costes implícitos derivados de su inversión a corto plazo (medido por la proporción del activo corriente sobre el no corriente), la reducción de su fondo de maniobra –positivo- (medido por la proporción de la financiación permanente entre el activo no corriente) así como un uso más eficiente de la financiación permanente invertida en la estructura productiva de la empresa, aunque no en una reducción de los costes financieros sobre el total del importe de la cifra de negocios, favorece que la rentabilidad de las empresas resultantes sea más favorable que las empresas del grupo de control. Este comportamiento se reproduce al analizar el EBITDA relativizado tanto por el activo total como el importe neto de la cifra de negocios, lo que indica el incremento de valor experimentado por las pequeñas empresas que participan en un proceso de F&A.

Para las micro y grandes empresas industriales los resultados no evidencian mejoras tan inmediatas como en pequeñas y medianas. Antes de la fusión, micros y grandes empresas muestran una estructura técnica más eficiente al necesitar menos activos corriente para poner en funcionamiento las inversiones de carácter duradero. Sin embargo, tras la fusión no se aprecian eficiencias en relación a la gestión de costes y se detecta ciertas ineficiencias en el comportamiento de los gastos financieros y los consumos de explotación, que se incrementan y superan a los valores medios del grupo de control. Esta tendencia se refleja en el comportamiento de las rentabilidades. Las grandes y pequeñas empresas mantienen sus valores tras la fusión. Sin embargo, los valores de las pequeñas resultan preocupantes, ya que antes de la fusión mantenían valores por debajo de la media, que no consiguen mejorar tras el proceso de fusión. Sólo consiguen mejoras en los valores de la productividad y en el EBITDA respecto a la cifra de negocios. Por tanto, resulta necesario

conceder un mayor horizonte temporal para conocer el verdadero comportamiento de las empresas resultantes tras la fusión.

Por su parte, el contraste de Kruskal-Wallis, confirma estadísticamente los cambios –positivos- que la fusión provoca sobre las rentabilidades y sobre las distintas relativizaciones del EBITDA en las pequeñas empresas. Para las microempresas, el contraste aplicado sólo confirma diferencias positivas significativas tras la fusión para la productividad y el EBITDA sobre el importe neto de la cifra de negocios, y negativas para los consumos de explotación y los gastos financieros respecto la cifra de negocios. Para el resto de tamaños (medianas y grandes) las diferencias que se producen no son significativas, a un nivel del 5%, por lo que puede afirmarse que la fusión no provoca efectos sobre la eficiencia de las empresas de forma inmediata, salvo para la rentabilidad financiera de las medianas empresas. Los indicadores relativizados respecto al grupo de control para micro y pequeñas empresas, así como el resultado del contraste, se presenta en el cuadro 4.11.

Cuadro 4.11. Indicadores de eficiencia de micro y pequeñas empresas industriales fusionadas entre 2001-2003, relativizados respecto a una muestra de empresas no fusionadas del mismo tamaño y sector.

Variables	Año Fusión	Microempresas industriales								Pequeñas empresas industriales							
		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	K-W	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	K-W
Rentabilidad Financiera	2001	1,34	-0,50	-0,76	-0,33	0,42	0,17	0,10	0,52	0,58	0,19	0,78	0,58	1,07	0,73	0,80	0,52
	2002	0,16	1,87	1,23	1,00	0,74	-0,19	-0,03		0,77	0,25	0,38	0,81	1,13	0,92	1,37	
	2003	0,00	0,00	0,37	-0,93	-0,28	0,15	0,25		0,44	0,11	0,33	0,04	1,37	0,96	1,68	
Rentabilidad Económica	2001	0,49	-0,54	-0,62	-0,2	0,38	0,38	0,46	0,94	0,66	0,48	0,75	0,86	0,89	0,8	1,19	0,02*
	2002	-0,14	-0,32	0,26	0,5	1,24	-0,14	-0,13		0,89	0,36	0,44	0,79	0,95	1,03	1,74	
	2003	0,00	0,00	0,59	-2,77	-0,03	0,26	0,46		0,76	0,22	0,41	0,15	1,22	0,92	0,97	
Productividad	2001	1,12	1,02	1,28	1,58	1,3	1,18	1,41	0,01*	1,21	1,3	1,36	1,37	1,24	1,18	1,2	0,01*
	2002	0,90	1,17	0,00	1,61	2,47	2,56	1,46		1,21	1,26	1,19	1,36	1,41	1,37	1,31	
	2003	0,90	0,00	0,00	1,44	1,64	1,78	2,13		1,38	1,27	1,16	1,25	1,43	1,44	1,31	
EBITDA / Activo total	2001	0,92	-0,48	0,09	0,13	0,6	0,68	0,83	0,00*	0,64	0,5	0,72	0,86	1,03	1,12	1,33	0,06
	2002	-0,10	-0,43	0,26	0,23	0,16	0,00	-0,24		0,88	0,43	0,58	0,73	0,94	0,77	1,51	
	2003	0,00	0,00	0,29	-1,41	0,07	0,11	0,88		1,03	0,36	0,42	0,42	1,17	0,84	0,37	
EBITDA / Cifra negocios	2001	1,00	0,70	0,70	0,89	12,5	1,50	4,88	0,72	0,75	1,00	0,86	0,88	1,5	1,33	1,6	0,15
	2002	1,00	1,00	0,90	0,89	2,60	10,8	3,25		1,38	0,75	1,43	1,00	1,33	1,17	1,6	
	2003	1,00	1,30	1,02	1,44	19,4	9,90	6,13		1,38	0,88	1,00	0,63	1,5	1,33	2,2	
Act. Corriente / Activo no corriente	2001	0,62	0,63	0,67	0,65	0,16	1,14	0,85	0,94	1,08	1,11	0,52	0,62	0,9	0,79	0,99	0,01*
	2002	0,08	0,12	0,13	0,40	0,35	0,25	0,43		1,00	0,93	0,90	0,80	1,07	0,90	1,07	
	2003	0,00	0,00	1,5	2,94	0,97	0,93	0,48		0,59	0,59	0,61	0,8	0,73	0,74	0,76	
Financiación permanente / Activo total	2001	1,38	1,35	1,05	1,17	0,73	1,05	0,96	0,23	1,00	1,04	0,91	0,84	0,82	0,89	0,85	0,00*
	2002	0,48	0,88	0,97	1,08	0,92	0,87	0,91		1,10	0,93	0,97	0,9	0,93	0,95	1,03	
	2003	0,00	0,00	0,53	2,98	1,15	1,25	1,02		1,10	1,00	0,98	1,06	0,75	0,85	0,83	
Costes de explotación / Cifra negocios	2001	1,05	0,86	1,06	1,01	1,02	0,95	0,95	0,00*	1,06	0,98	1,07	1,05	1,08	1,07	1,06	0,39
	2002	1,02	0,78	0,04	0,69	1,02	1,06	1,07		0,94	1,02	0,97	1,11	1,16	1,18	1,16	
	2003	0,00	0,00	0,50	1,05	1,06	1,13	1,31		0,85	0,88	0,88	0,95	1,19	1,15	1,09	
Coste financiero / Cifra negocios	2001	1,27	0,76	0,00	5,25	4,41	3,64	1,52	0,12	1,18	1,25	2,08	1,63	1,41	1,27	1,15	0,00*
	2002	0,23	0,00	0,00	0,79	0,92	0,5	0,25		0,99	0,68	0,7	1,46	0,93	1,4	1,15	
	2003	0,00	0,00	0,00	0,88	0,51	0,47	0,92		0,73	0,96	0,59	0,29	1,11	1,11	1,33	
Gastos personal / Cifra negocios	2001	0,86	0,77	0,00	0,26	0,64	0,4	0,35	0,01*	0,76	0,55	0,89	0,86	0,79	0,83	0,85	0,03*
	2002	0,27	0,00	0,00	0,17	0,18	0,00	0,05		0,65	0,60	0,70	0,77	0,68	0,70	0,64	
	2003	0,00	0,00	0,0	0,36	0,26	-0,09	0,28		0,65	0,61	0,57	0,87	0,64	0,73	0,66	

* Significativo a un nivel del 5%.

En resumen, las concentraciones de empresas industriales, mediante el aumento de dimensión (pasando de microempresa a pequeña empresa) se enmarcan dentro del fuerte entorno competitivo de este sector. La fusión permite a las pequeñas empresas el desarrollo de actividades tecnológicas que de forma aislada no podrían ejecutar.

b) Construcción.

Las empresas dedicadas al sector de la construcción se muestran menos permeables a los procesos de fusión, ya que las empresas que deciden acometer una fusión presentan antes del proceso un peor desempeño que la media y apenas alcanzan leves mejoras en algún indicador, que no son estadísticamente significativas. El menor impacto de los procesos de fusión puede venir explicado por tres razones: la primera, la habitualidad en este sector de procesos de concentración empresarial, aunque se sigan otras fórmulas asociativas como las agrupaciones económicas de intereses o las uniones temporales de empresas; la segunda, la vinculación del comportamiento del sector con el ciclo económico, coincidiendo el periodo objeto de estudio con una fase expansiva en la que la construcción ha actuado como el principal motor de la economía; y la tercera, la ausencia de competencia internacional. Sin embargo, los problemas que han caracterizado tradicionalmente al sector son el uso intensivo de la mano de obra y la debilidad de su productividad, en especial, en los últimos años por el desarrollo de la ingeniería civil y la edificación residencial (Taltavull, 2005:269-277).

Para el análisis de los datos, el cuadro 4.12 ofrece la media de las empresas participantes antes de la fusión y la media de las empresas resultantes tras la fusión. No obstante, el escaso número de operaciones de F&A realizadas entre empresas constructoras implica que los indicadores muestren una elevada dispersión. Así, la rentabilidad económica y financiera muestra antes de la fusión un valor por debajo de los de su media comparativa. Tras la fusión el valor de los indicadores sube, pero de forma irregular según se considere el tamaño y el año en que se ha producido la fusión. Tan sólo las medianas empresas convergen hasta los valores medios, e incluso los superan.

Cuadro 4.12. Indicadores de eficiencia de micro, pequeñas y medianas empresas de la construcción fusionadas entre 2001-2003, relativizados respecto a una muestra de empresas no fusionadas.

Variables	Año Fusión	Microempresa construcción			Pequeñas construcción			Medianas construcción		
		Antes	Después	Test	Antes	Después	Test	Antes	Después	Test
Rentabilidad Financiera	2001	0,29	0,61	1,00	0,44	0,89	0,67	0,65	0,92	0,02
	2002	0,94	0,12		-0,03	0,62		0,11	1,33	
	2003	0,06	0,49		0,95	0,65		0,12	0,83	
Rentabilidad Económica	2001	12,75	0,85	0,89	0,41	1,02	0,26	0,54	0,91	0,01
	2002	0,71	0,32		0,02	0,65		0,53	1,09	
	2003	0,55	1,16		1,11	0,75		0,30	1,06	
Productividad	2001	0,70	1,32	0,08	0,56	1,21	0,13	0,94	1,19	0,78
	2002	1,05	0,90		1,19	1,80		1,19	1,36	
	2003	1,10	1,72		0,00	1,20		1,36	1,39	
EBITDA / Activo total	2001	0,24	0,74	0,78	0,07	0,16	0,83	0,58	0,74	0,06
	2002	0,44	0,12		0,17	0,08		0,67	0,82	
	2003	0,30	1,00		0,13	0,13		0,31	0,94	
EBITDA / Importe cifra negocios	2001	1,61	3,15	0,89	1,42	1,70	0,8	1,07	1,00	0,50
	2002	1,44	0,60		1,48	2,10		2,06	3,26	
	2003	3,10	7,60		2,20	1,40		1,65	0,79	

Fuente: Elaboración propia.

Por su parte, la ratio EBITDA respecto al activo total muestra un comportamiento similar al descrito para la rentabilidad, con una mejor capacidad de aprovechamiento por parte de las medianas empresas para la generación de fondos líquidos. Sin embargo, si se relativiza el EBITDA

respecto al importe neto de la cifra de negocios sí se aprecian mejoras considerables, en especial para las pequeñas y microempresas, que experimentan un incremento de su liquidez respecto a los ingresos superior al grupo de control. Finalmente, en relación a la productividad, las empresas de menor tamaño mejoran este indicador tras la fusión en mayor medida que las medianas empresas. No obstante, la mayoría de las microempresas presentaban una productividad superior a la media antes de la fusión, por lo que puede afirmarse que buscan fusionarse con otras empresas de características similares, y como consecuencia de la concentración la productividad crece aún todavía más.

c) Distribución comercial.

Las empresas pertenecientes al sector comercial que presenta una evolución favorable tras el proceso de la fusión son las medianas empresas, seguidas en menor medida de las grandes. Por su parte, micros y pequeñas empresas apenas experimenta mejoras. Las actividades comerciales en España suponen el 14,7% del total de empleo que se genera (22,5% del total de ocupados del sector servicios), aunque su participación en el total de la producción (a precios de mercado) supone sólo el 11% durante el periodo 2000-2005, como consecuencia de su baja productividad, aunque en los últimos años se ha producido una mejora de la misma, como consecuencia de las medidas de liberalización adoptadas (flexibilización de los horarios comerciales, distribución de productos farmacéuticos, legislación autonómica, etc.), la intensificación de la competencia de los grandes centros comerciales y la progresiva incorporación de las tecnologías de la información y de la comunicación (Martínez y Picazo, 2005:287-301).

El mayor proteccionismo frente a la competencia explica como micros y pequeñas empresas no operen en condiciones de eficiencia. Por tanto, los procesos de concentración que se ejecutan no tienen como finalidad principal mejorar la eficiencia, de hecho los consumos de explotación y los gastos de personal se incrementan tras la fusión, indicando una posible ineficiencia productiva. Sin embargo, si se aprecia una mejora de la productividad.

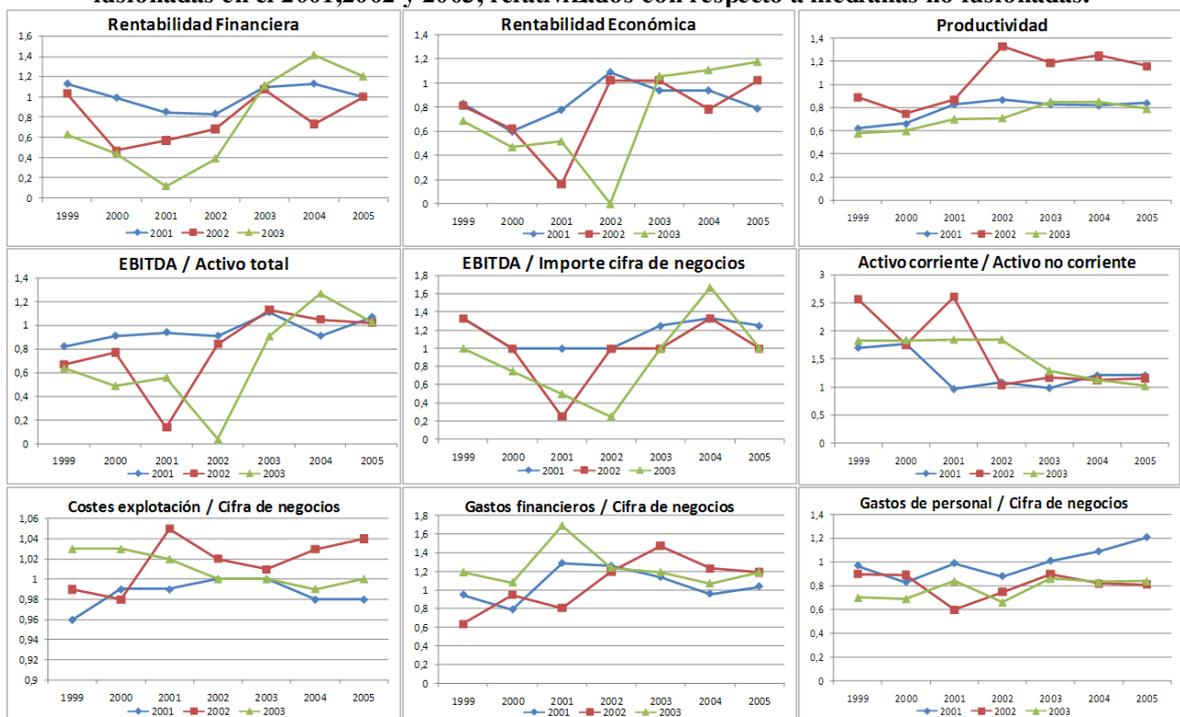
Por su parte, las medianas y grandes empresas, por su mayor exposición a la competencia y estructura comercial, encuentran en los procesos de F&A una forma de mejorar la eficiencia de la empresa hasta acercarse a los niveles de la competencia y así participar de forma directa en el reparto del mercado. Para las medianas empresas los efectos positivos de la fusión se traducen en una mayor capacidad para la generación de flujos de efectivo y en un incremento de la productividad, de tal forma que las empresas, que participan en una fusión aumentan su valor, equiparándose a la media. Esta mejora de la eficiencia se manifiesta en otros indicadores. El excesivo valor de la ratio que relaciona el activo corriente respecto a la inversión permanente respecto a la media del grupo de control señala un problema de falta de adecuación de la estructura productiva de la empresa a su verdadero volumen de operaciones y, por tanto, un eficiente uso de

sus capacidades. Sin embargo, tras la fusión los resultados son similares a su media de comparación, por lo que una de las motivaciones de realizar la fusión es la de mantener el nivel de competitividad de las empresas en el mercado. Este proceso de convergencia con el grupo de comparación se produce al analizar las ratios representativas de la gestión de costes. Estadísticamente, todas las ratios de desempeños y la ratio que relaciona la composición del activo de la empresa contrastan mejoras tras la fusión.

En las grandes empresas, el proceso de concentración presenta efectos positivos en la estructura económica de las empresas, en especial, por la reducción de los consumos de explotación tras el proceso. Sin embargo, el incremento de los gastos financieros y los costes de personal limitan el crecimiento de la rentabilidad, permaneciendo ligeramente por debajo del grupo de control. Las principales mejoras que se aprecian es la productividad y en la generación de flujos de caja, que aunque disminuya ligeramente tras la fusión, mantiene un valor superior a la media.

En síntesis, la empresa que acometen un proceso de F&A en el sector comercial es aquella cuya eficiencia se muestra por debajo de la media y tras la concentración consiguen alcanzar los niveles de la competencia, en el caso de las medianas empresas, u obtener una mejora en la productividad, las pequeñas empresas. En este caso, los resultados de relativización de los ratios respecto al grupo de control para cada uno de los años considerados se representa en el gráfico 4.27.

Gráfico 4.27. Indicadores de eficiencia de medianas empresas del sector distribución comercial fusionadas en el 2001,2002 y 2003, relativizados con respecto a medianas no fusionadas.



Fuente: Elaboración propia y BORME.

d) Resto de servicios no comerciales.

El sector servicios representa, durante el periodo 2005-2005 (INE,2008), en España el 50,5% del total de la producción a precio de mercado y genera más del 50% del total del empleo, Como se ha indicado anteriormente, mientras que el sector industrial ha estado tradicionalmente condicionado por los comportamientos de la competencia internacional, especialmente desde la incorporación de España a la Unión Europea en 1986, el sector servicios (al igual que el comercio) ha permanecido protegido de esta competencia, incluso de la competencia nacional. Según [Torres y López \(2009:237-240\)](#) esto se debe a las regulaciones existentes que generaban estructuras de mercado poco competitivas y productivas. Sin embargo, el reciente desarrollo de las leyes *Ómnibus* y *Paraguas* tienen como objeto incrementar la productividad así como conseguir el abaratamiento de algunos servicios, a través de favorecer la creación de empresas y eliminar las barreras de entradas y salida del sector, con el consecuente incremento de la competencia. Seguidamente, se analizan los principales resultados para los diferentes tamaños.

Las microempresas sólo obtienen resultados positivos tras la fusión en la productividad y en la generación de fondos respecto al EBITDA. Por su parte, la rentabilidad de las empresas del sector servicios, inferior a la media del grupo de control, no mejora tras la fusión. Este comportamiento es peor en las grandes empresas, que no obtienen mejoras en ninguno de los indicadores de eficiencia, salvo el EBITDA respecto a la cifra de negocios, por lo que la decisión de fusionarse puede deberse a la necesidad de ganar cuota de mercado, mejorar la capacidad de generar liquidez e incrementar las barreras de entrada al sector.

Las pequeñas y medianas empresas son las que obtienen los mejores resultados tras la fusión (cuadro 4.13). Las pequeñas empresas parten de peores desempeños que las del conjunto de su sector y tamaño. Sin embargo, gracias al proceso de F&A las empresas resultantes logran mantener su rentabilidad económica y financiera, mientras que mejoran su capacidad de generación de flujos líquidos y su productividad, lo que les permitirá aumentar su valor en un futuro. Sin embargo, el mantenimiento de los niveles de eficiencia no se logra por mejorar la gestión de los costes, que incrementan tras el proceso, sino por la mejora de la productividad y la reducción de los costes implícitos derivados del mejor aprovechamiento de sus inversiones productivas, como refleja la evolución de la ratio activo corriente entre activo no corriente. Todos estos resultados se verifican estadísticamente, a excepción de la rentabilidad financiera y los costes de explotación.

Las medianas empresas que se fusionan presentan antes de la concentración peores desempeños en las dos rentabilidades y el EBITDA sobre el activo total que su media de comparación, y mejores en la productividad y el EBITDA sobre la cifra de negocios. Tras la concentración los primeros indicadores convergen hacia la media, mientras que los segundos mejoran, aumentando su ventaja respecto al grupo de control. Por tanto, para las medianas empresas la decisión de fusionarse resulta

positiva en términos de mejora de eficiencia y competitividad. Este incremento se justifica por la mejora de la estructura de inversión de la empresa, dada la disminución del activo corriente respecto a la inversión a largo plazo de la empresa, así como por su menor coste de personal, que compensa los mayores costes de explotación y el incremento de los gastos financieros derivados de la financiación adicional necesaria para acometer el proceso de fusión.

En síntesis, la principal razón que justificaría los procesos de concentración en micro y pequeñas empresas sería la búsqueda de la supervivencia, mientras que medianas y grandes buscan incrementar su cuota y poder de mercado, acompañado de una generación de liquidez respecto a los ingresos en ambos casos.

Cuadro 4.13. Indicadores de eficiencia de pequeñas y medianas empresas del sector servicios fusionadas entre 2001-2003, relativizados respecto a una muestra de empresas no fusionadas.

Variables	Año Fusión	Pequeñas empresas de Servicios							K-W	Medianas empresas de Servicios							K-W
		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	
Rentabilidad Financiera	2001	0,41	0,17	0,65	0,62	1,26	0,72	0,57	0,16	0,72	0,34	0,86	0,29	0,53	0,84	1,14	0,05*
	2002	0,27	0,15	0,39	0,14	0,51	0,39	0,34		0,50	0,65	0,92	0,76	0,98	1,05	1,58	
	2003	0,06	0,06	0,07	0,15	0,452	0,27	0,22		0,65	1,03	0,12	0,55	1,02	1,14	1,26	
Rentabilidad Económica	2001	0,67	0,41	0,8	0,83	1,28	0,83	0,9	0,00*	0,62	0,84	0,79	0,34	0,54	0,67	1,21	0,08
	2002	0,55	0,24	0,44	0,49	0,6	0,68	0,76		0,56	0,67	0,74	0,79	0,77	0,86	1,40	
	2003	0,21	0,18	0,2	0,33	0,79	0,59	0,61		0,47	0,73	0,37	0,30	0,68	0,91	1,35	
Productividad	2001	1,28	1,48	1,48	1,72	1,59	1,54	1,53	0,04*	1,39	1,26	1,26	1,45	1,26	1,33	1,21	0,15
	2002	1,57	1,38	1,29	1,67	1,40	1,39	1,57		1,53	1,5	1,64	1,61	1,48	1,47	1,25	
	2003	0,96	1,09	1,21	1,28	1,61	1,54	1,58		1,21	1,15	1,27	1,38	1,47	1,42	1,22	
EBITDA / Activo total	2001	0,67	0,58	0,54	0,67	0,70	0,81	0,90	0,00*	0,76	0,80	0,78	0,61	0,65	0,74	1,02	0,67
	2002	0,24	0,15	0,11	0,36	0,40	0,50	0,77		0,68	0,66	0,67	0,62	0,63	0,71	1,06	
	2003	0,05	0,00	0,05	0,08	0,12	0,25	0,30		0,74	0,85	0,68	0,44	0,70	0,71	0,78	
EBITDA / Importe cifra negocios	2001	2,50	2,60	3,20	3,40	3,20	4,00	3,40	0,02*	4,33	4,00	3,25	3,00	3,00	4,67	3,25	0,13
	2002	3,50	2,00	1,40	2,60	3,40	3,20	4,20		2,33	2,00	2,75	3,25	3,25	4,67	3,50	
	2003	4,25	3,2	3,2	2,20	2,80	3,40	3,20		3,67	2,50	2,75	3,25	5,00	5,33	4,25	
Activo corriente / Act. no corriente	2001	1,33	1,21	0,6	0,53	0,47	0,56	0,59	0,01*	0,66	1,34	0,5	0,49	0,41	0,32	0,24	0,02*
	2002	1,03	1,04	0,76	0,8	0,62	0,68	0,74		0,95	0,9	1,37	0,58	0,52	0,63	0,34	
	2003	0,70	0,90	0,73	0,49	0,53	0,45	0,56		0,46	0,52	0,34	0,39	0,47	0,39	0,39	
Costes de explotación / Cifra negocios	2001	1,02	1,02	1,26	1,15	0,98	1,02	0,91	0,39	1,38	1,04	1,36	1,3	1,16	1,13	1,15	0,97
	2002	0,82	0,88	0,93	1,05	0,99	1,01	0,89		1,56	1,23	1,39	1,36	1,29	1,22	1,23	
	2003	0,59	0,59	0,41	0,46	0,80	0,73	0,77		1,32	1,00	1,14	1,06	1,07	1,13	1,19	
Costes financieros / Cifra negocios	2001	0,55	0,20	3,32	3,55	2,41	1,97	2,73	0,00*	0,4	0,16	1,61	1,89	1,74	2,15	2,01	0,00*
	2002	0,41	0,4	0,06	3,7	2,01	2,2	2,68		0,37	0,48	0,36	1,30	1,57	1,17	1,54	
	2003	0,00	0,00	0,00	0,00	2,32	3,88	3,22		0,85	0,59	0,86	0,40	2,32	2,38	2,38	
Costes personal / Cifra negocios	2001	0,29	0,49	0,42	0,62	0,83	0,78	0,74	0,00*	0,28	0,27	0,52	0,59	0,59	0,67	0,63	0,00*
	2002	0,34	0,13	0,02	0,43	0,41	0,54	0,56		0,37	0,34	0,25	0,47	0,52	0,60	0,55	
	2003	0,00	0,00	0,00	0,00	0,22	0,32	0,38		0,46	0,36	0,31	0,25	0,54	0,63	0,65	

* Significativo a un nivel del 5%.

Los análisis realizados permiten afirmar que en todos los tamaños y sectores, las empresas participantes en procesos de fusión partían de indicadores de desempeño (rentabilidad, productividad y EBITDA) por debajo de la media de sus grupos de comparación, a excepción, en ocasiones, de la productividad y del EBITDA sobre el importe neto de la cifra de negocios. Tras la fusión, estos desempeños mejoran relativamente o se mantienen. Por sectores y tamaños, las pequeñas empresas industriales son las que muestran los efectos más favorables, al pasar de una situación con indicadores de desempeño inferiores a la media de su sector y tamaño a otra en la que la superan, alcanzando, de esta manera, mayor eficiencia que el conjunto de sus competidoras.

En los sectores comerciales y servicios, las medianas empresas son las que tras la concentración llegan a alcanzar unas rentabilidades y un EBITDA similares a su media de comparación, con lo que igualan su eficiencia y capacidad de generación de valor. Por su parte, las pequeñas empresas, a través de la fusión, y en una situación en la que los desempeños de su grupo de control han empeorado, logran mantener su eficiencia, ganando competitividad relativa. En el sector de la construcción sólo se producen mejoras en la productividad de las microempresas, pequeñas y medianas empresas, y en el caso de las medianas también en el EBITDA relativizado con el activo total. Para el resto de los tamaños de los distintos sectores, no se aprecian una evolución significativa.

3. Principales contenidos a destacar del capítulo cuarto.

1. El análisis de eficiencia planteado ha permitido detectar diferencias en el comportamiento de las empresas de reciente creación según la forma en que se financian, el tamaño empresarial y el sector de actividad.
2. Las empresas que cuentan con apoyos financieros optimizan los fondos recibidos durante el periodo que disfrutaron de la ayuda. Una vez iniciada la fase de crecimiento y a medida que se devuelven los capitales prestados, se aprecia un comportamiento diferenciado entre las empresas que han acudido al ICO y las que han obtenido avales de una SGR. Las primeras, mantienen una rentabilidad económica y financiera por encima de las empresas de la muestra de CONTROL, mientras que las segundas, se encuentran ante nuevas complicaciones y se sitúan por debajo de los niveles del mercado. No obstante, los resultados de las empresas que han acudido a SGR están condicionados por su estructura sectorial (con un mayor peso porcentual de empresas del sector construcción y la manufactura tradicional).
3. En términos de eficacia técnica destaca como todas las empresas de reciente creación presentan una evolución favorable a lo largo de todo el ciclo de vida empresarial. Por otra parte, se aprecia una relación positiva entre disposición de recursos ajenos a largo plazo y productividad. Esta misma relación se produce también si se considera la generación de efectivo, medido a través del EBITDA.
4. Por sectores de actividad, las empresas más eficientes son las constructoras, seguidas de empresas que se dedican a la actividad extractiva y energética, dada el auge de la construcción y la liberalización del sector energético durante el periodo considerado. Por tamaños, existe una relación directa para todos los indicadores de eficiencia, salvo para la rentabilidad financiera, donde las microempresas ofrecen el mejor desempeño.
5. El perfil del pasivo financiero de las empresas de reciente creación, con independencia de contar o no con apoyos financieros, se caracteriza por: bajo nivel de capitalización (15%), elevada dependencia de la financiación a corto plazo (65%) y el reducido acceso a la financiación bancaria a largo plazo (20%), salvo las empresas beneficiarias del ICO, SGR y CRUCE, con una participación más elevada que el CONTROL.
6. Los factores con mayor capacidad explicativa de los ratios de eficiencia son: la estructura del capital financiero, la gestión de la cifra de negocios y la gestión del fondo de maniobra. Las elevadas inversiones y gastos iniciales para el arranque del negocio conllevan una lenta adecuación de las inversiones a la capacidad de producción y venta. El continuo aprendizaje en la gestión del capital y el progresivo conocimiento del mercado permite a la empresa optimizar la gestión de costes y el periodo medio de maduración.
7. El modelo econométrico planteado confirma las diferencias de comportamiento detectadas en el análisis gráfico y estadístico de contrastes.
8. Las principales ventajas asociadas a salir a cotizar en un mercado bursátil son el acceso a la financiación propia de carácter externo, el prestigio y la reducción del coste de la deuda. En España, se ha desarrollado el MAB como mercado alternativo, adaptado a las características de las Pymes. En la actualidad existen un total de 2.793 empresas con forma jurídica y más de 6.5 millones de euros de fondos propios, con potencial de cotizar en este mercado. La nota común de estas empresas es la alta rentabilidad económica que presenta, 2.7 puntos porcentuales por encima de las empresas que cotizan en la actualidad en la bolsa de Madrid.
10. Los procesos de F&A se configuran como una política clave para el crecimiento y la expansión de las empresas, en especial en etapas de recesión. El análisis efectuado obtiene evidencias de causalidad entre el proceso de fusión y los ratios de eficiencia tras el proceso para las pequeñas empresas del sector industrial y en medianas empresas del sector comercial, que utilizan la fusión para competir en condiciones de igualdad.