

Rentabilidades, endeudamiento y coste de la deuda de las pymes. Análisis empírico de las empresas por tamaños¹

Miguel Ángel Acedo Ramírez • Juan Carlos Ayala Calvo • José Eduardo Rodríguez Osés
Universidad de La Rioja

RECIBIDO: 21 de noviembre de 2003

ACEPTADO: 5 de septiembre de 2005

Resumen: El presente trabajo, basado en los datos referentes a una muestra de 1454 empresas que tienen su domicilio social en la Comunidad Autónoma de La Rioja, en la que abundan principalmente pymes, cuya estructura de propiedad suele estar concentrada en manos de una familia, tiene por objeto analizar las posibles relaciones entre el tamaño de la empresa y el nivel de endeudamiento, el coste de la deuda y las rentabilidades económicas y financieras obtenidas, para el periodo 1995-2000.

Nuestros resultados han puesto de manifiesto que el tamaño empresarial está inversamente relacionado tanto con el nivel de endeudamiento como con el coste de la deuda. Sin embargo, no hemos encontrado evidencia empírica suficiente que apoye la existencia de una relación clara entre la dimensión empresarial y sus rentabilidades (económica y financiera).

Palabras clave: Endeudamiento / Coste de la deuda / Rentabilidad económica / Rentabilidad financiera / Tamaño empresarial / Pymes.

Profitability, Indebtedness and Cost of Indebtedness in SMEs. An Empirical Analysis of Businesses According to Size

Abstract: On the basis of a sample composed of 1,454 enterprises located in the region of La Rioja (Spain), where the single-family ownership structure of SMEs abounds, this work analyses the potential connection between the business size and the level of indebtedness, the cost of the indebtedness and the economic and financial performance obtained between the years 1995-2000.

Our results show that there is a reverse relationship between business size and both the level of indebtedness and its cost. However, we have not found enough empirical evidence to establish that there is a clear relationship between business size and (economic and financial) profitability.

Key Words: Indebtedness / Cost of indebtedness / Economic profitability / Financial profitability / Business size / SMEs.

MARCO TEÓRICO

La dimensión de la empresa ha sido frecuentemente utilizada en la literatura financiera como variable explicativa tanto de su rentabilidad como de la composición de los recursos financieros utilizados y del coste de estos. Las rentabilidades económica y financiera son algunos de los indicadores más profusamente utilizados, tanto en la práctica como a nivel teórico, para valorar los proyectos de inversión, la gestión de una empresa, el establecimiento de sistemas de incentivos para los empleados y la maximización del valor de mercado de la empresa².

La relación entre la dimensión de la organización y su rentabilidad es un tema frecuentemente tratado por la Economía Industrial, no existiendo un consenso básico sobre cómo dicho tamaño influye en la rentabilidad. La teoría neoclásica asume que en situación de equilibrio, a largo plazo, el beneficio extraordinario de las empresas es nulo. En la práctica, los beneficios existen, manifestándose de manera diferente en las distintas organizaciones e independientemente

de la actividad concreta que realicen (Rumelt *et al.*, 1991). El no cumplimiento de las rigurosas condiciones impuestas por el modelo teórico de competencia perfecta puede ser el origen de la existencia de los beneficios extraordinarios y su sostenibilidad en el tiempo.

En los mercados de competencia imperfecta, el tamaño puede ser un factor importante para explicar la rentabilidad obtenida. Baumol (1959) expone que cuanto mayor sea la empresa, mayor poder de monopolio tendrá, y por tanto más posibilidades de aumentar la rentabilidad, ya que se beneficiará tanto de las opciones que se les presenten a las pequeñas más aquéllas a las que sólo ella puede acudir por representar proyectos de gran escala.

Otros argumentos que relacionan un mayor tamaño con unas mejores rentabilidades se basan en la eficiencia derivada de la existencia de economías de escala (Hambrick *et al.*, 1982; Woo y Cooper, 1981, 1982; Sánchez y García, 2003), en la mayor capacidad de mantener el precio de los productos por encima de su coste como con-

secuencia de su mayor poder de mercado y capacidad de negociación para la obtención de descuentos en la adquisición de *inputs* (Porter, 1980; Scherer y Ross, 1990, Vives, 1990; Dean *et al.* 1998) o en su mayor facilidad para acudir a los mercados internacionales (Sánchez, 2001).

Además, las grandes empresas tienen una mayor facilidad para la realización de determinadas inversiones y la introducción de innovaciones en sus productos, debido a su mayor capacidad financiera, inversión en I+D+I, contar con personal más cualificado, existencia de sinergias derivadas de la posibilidad de diversificación, etc. Dicha relación positiva tamaño-rentabilidad puede actuar a su vez como incentivo al crecimiento.

Argumentos en contra de la relación directa entre dimensión de las organizaciones y rentabilidad también han aparecido (Smyth *et al.*, 1975), apoyadas en las ventajas específicas de las pymes (Sánchez y García, 2003). Entre las ventajas que disfrutaban las pymes, que pueden reflejarse en su rentabilidad, tenemos: una mayor flexibilidad, dinamismo y capacidad de adaptación a los cambios (Fiegenbaum y Karnani, 1991; Fariñas y Martín, 2001; Tushman y Romanelli, 1985), mayor motivación para la consecución de resultados, sistemas informales de comunicación internos, menor burocracia (Camisón, 2001), ausencia de problemas de agencia que se derivan de la separación entre propiedad y control (Fernández y Nieto, 2001), mayor proximidad y conocimiento de las necesidades del consumidor (Vossen 1998), etc.

Otro argumento sería que el tamaño genera ineficiencias, lo que haría disminuir la rentabilidad conforme aumenta el tamaño. Jacquemin (1982) afirma que “a partir de cierto tamaño, las eventuales economías de escala resultan más que compensadas por las ineficiencias internas que afectan a las grandes firmas”, debido a problemas de coordinación, control, costes de información, gastos laborales por absentismos, huelgas, etc. Estas ventajas competitivas específicas de las pequeñas empresas les permitirá la obtención de unas mayores rentabilidades, en comparación con las de mayor dimensión.

Si nos centramos en el comportamiento de las rentabilidades de las empresas españolas según

el tamaño, como puede observarse en el cuadro 1, la mayoría de los estudios sobre la materia han revelado una relación inversa entre ambas variables, mostrando las pymes mayores niveles de rentabilidad; otros concluyen, sin embargo, una relación directa, y algunos afirman que parece no existir dicha relación.

Los factores económicos más destacados en la literatura financiera, y que pueden ayudarnos a explicar la posible relación existente entre la dimensión empresarial y el nivel de endeudamiento y su coste son: la probabilidad de quiebra y su coste, el grado de diversificación de la actividad empresarial, la importancia relativa del nivel de asimetría informativa existente entre la empresa y el mercado de capitales, el poder de negociación de las empresas con los acreedores y la dificultad de acceso a los mercados de capitales, entre otros.

Ang *et al.* (1982) evidenciaron que, los costes directos de quiebra representan un porcentaje mayor del valor de la empresa, a medida que se reduce el tamaño de ésta. Estos costes, en el caso de las pequeñas empresas, suelen oscilar entre un 20% o 25% de su valor total. Por su parte, Warner (1977) cuantifica que los costes directos de quiebra son aproximadamente cinco veces más grandes en el caso de las pequeñas empresas que en el de las grandes. Por otra parte, la probabilidad de quiebra parece estar relacionada inversamente con la dimensión de la empresa (Ocaña *et al.*, 1994; Sáinz, 2001; Fattouh *et al.*, 2002).

El grado de diversificación de la actividad empresarial es otro de los factores que puede explicar la relación existente entre tamaño y el nivel de endeudamiento y su coste. Generalmente, las empresas de mayor tamaño pueden lograr un mayor nivel de diversificación y, por tanto, si se desarrollan estrategias de diversificación no relacionada, puede reducirse sensiblemente el nivel de riesgo económico de la empresa³ y aumentar el nivel de endeudamiento reduciendo su coste (Rajan y Zingales, 1995 y Kochhar, 1996).

Otro factor económico que podría explicar la relación entre tamaño y nivel de endeudamiento es el grado de asimetría informativa existente entre las empresas y los mercados. Cuanto más grandes son las empresas menor es el nivel de

Cuadro 1.- Revisión evidencia empírica de la relación entre tamaño y rentabilidad

AUTORES	AÑO	TAMAÑO-RENTABILIDAD	BASE DE DATOS
Galvé y Salas	1993	Relación directa	Empresas españolas que cotizan en bolsa en el año 1990
Ferruz y González Pascual	1994	Relación directa	Banca extranjera en España para el periodo 1986-1990
Illueca y Pastor	1996	Relación directa	Datos del Instituto de Estudios Fiscales para el periodo 1989-1992
González Pérez	1997	Relación directa	Muestra de empresas de la Central de Balances de la Universidad de La Laguna para el periodo 1991-92
Calvo-Flores <i>et al.</i>	2000	Relación directa	Empresas manufactureras para el año 1998
Sánchez	2001	Relación directa tanto con la rentabilidad económica como con la financiera	Base de datos SABE a nivel nacional para el periodo 1994-1998
García Durán	1976	No existe una evidencia clara de la relación entre rentabilidad y tamaño. La intensidad de capital es la única variable independiente significativa en la explicación de la rentabilidad	Empresas industriales
Soler Amaro	1977	No existe una evidencia clara de la relación entre rentabilidad y tamaño	Empresas industriales
Suárez Suárez	1977	No parece existir relación entre tamaño y rentabilidad. Capacidad explicativa reducida del tamaño	Anuario de la Bolsa de Madrid 1976 para el año 1970
Donsimoni y Leoz-Argüelles	1980	No existe una evidencia clara de la relación entre rentabilidad y tamaño	Empresas industriales clasificadas en grupos según el grado de participación extranjera
Maravall	1981	No existe una evidencia clara de la relación entre rentabilidad y tamaño	Ministerio de Industria y Energía
Bueno y Lamothe	1983	No se percibe relación entre tamaño y rentabilidad. Capacidad explicativa reducida del tamaño	“Dinero” para el periodo 1980-81
Arraiga y Lafuente	1984	No parece existir ninguna relación entre tamaño y rentabilidad	Empresas industriales
Berges y Soria	1987	El tamaño empresarial tiene un poder de explicación muy reducido sobre la rentabilidad. Es el nivel de endeudamiento la variable que mejor explica la rentabilidad	Dun & Bradstreet's Europe's 15.000 Larges Companies, 1987 para el año 1985
Fernández <i>et al.</i>	1996	No encuentran diferencias significativas en la rentabilidad entre las empresas de mayor tamaño con las de menor dimensión en cada sector de actividad	Empresas no financieras que cotizan en la Bolsa de Madrid
Galán y Vecino	1997	No concluyen la existencia de una relación entre tamaño y rentabilidad	Muestra de la Central de Balances de Andalucía
González <i>et al.</i>	2000	Ausencia del efecto tamaño sobre la rentabilidad económica	Muestra de empresas canarias para el periodo 1990-94
AECA, García Pérez de Lema (dirección)	2002	El tamaño de la empresa no es una variable que influya de forma significativa en la eficiencia de la empresa	Base de datos SABE constituida por más de 190.000 empresas
Lafuente y Salas	1983	Relación inversa entre el tamaño y la rentabilidad económica para el conjunto de empresas (6 sectores bursátiles). Capacidad explicativa reducida del tamaño	“Agenda financiera del Banco de Bilbao” para los años 1972-74-76-78
Lafuente <i>et al.</i>	1985	Relación inversa, no estadísticamente significativa	International Small Business Survey (España), 1984
Bueno y Lamothe	1986	Asociación inversa	Mayores empresas privadas españolas para el periodo 1978-1981
Lafuente y Yagüe	1989	Relación inversa. Las pymes tienen un margen de beneficios superior al de las grandes empresas	CBBE empresas industriales para el periodo 1982-1986
Rodríguez Romero	1989	Relación inversa en la mayoría de los sectores en el año 1982, no así en el año 1986	CBBE empresas privadas para el periodo 1981-1986
Antón <i>et al.</i>	1990	Relación negativa	Revista Mercado , muestra de 99 grandes empresas en 1987
Fariñas <i>et al.</i>	1992	Relación inversa	CBBE muestra de más de 1000 empresas, excluyendo sectores energéticos
Huergo Orejas	1992	Relación inversa. La rentabilidad, tanto económica como financiera es mayor en las pymes	CBBE empresas manufactureras del periodo 1982-1988
Llorens Urrutia	1992	Relación inversa, con diferencias de hasta 8 puntos en la económica, ampliándose en la financiera	CBBE. Submuestra empresas vascas 1986-1989
Maroto Acín	1993 1996 1998	Relación inversa	CBBE

Cuadro 1 (continuación).- Revisión evidencia empírica de la relación entre tamaño y rentabilidad

AUTORES	AÑO	TAMAÑO-RENTABILIDAD	BASE DE DATOS
Ocaña <i>et al.</i>	1994	Relación inversa	CBEE del período 1983-89
Salas	1994	La rentabilidad media de las empresas aparece inversamente relacionada con su dimensión	CBBE del periodo 1983-1989
Fernández Gámez y Gil	1995	A partir de 1986, las pequeñas empresas obtienen una mayor rentabilidad económica en comparación con las de mayor dimensión	CBBE para el periodo 1986-1991
Sánchez y Bernabé	2000	Relación inversa entre tamaño y rentabilidad	CBBE para el periodo 1992-1997
Sánchez y Bernabé	2002	Relación inversa	CBBE para el periodo 1991-2000
Maravall	1976	Dependiendo del sector de actividad. En algunos sectores la relación es inversa (construcciones mecánicas) mientras que en otros la relación es directa (alimentación y material eléctrico). Capacidad explicativa reducida del tamaño	Ministerio de Industria y Energía, 1983 para el periodo 1970-73
De Andrés	2000	El sentido de la influencia del tamaño sobre la rentabilidad depende del sector de actividad concreto	3270 empresas que depositaron sus cuentas anuales en el Registro Mercantil correspondientes al ejercicio 1995

asimetría informativa con el mercado, puesto que las compañías se ven obligadas a difundir numerosos datos periódicamente, lo que motiva un mejor acceso a la financiación, tanto propia como ajena.

Tal y como puede observarse en el cuadro 2, en el que aparecen los principales estudios españoles que han analizado las posibles relaciones existentes entre tamaño y nivel de endeudamiento, los resultados obtenidos son dispares. La mayor parte de los trabajos han puesto de manifiesto una relación directa; por contra, los estudios de Illueca y Pastor (1996), Calvo-Flores *et al.* (2000), Boedo y Calvo (2001), Melle (2001), Sánchez (2001) y Segura y Toledo (2003) muestran una relación inversa, e incluso algunos no encuentran diferencias significativas en el nivel de endeudamiento de las empresas en función de su tamaño.

Como indica Maroto (1996b), “el coste aparente de la financiación pone de manifiesto la relación inversa de la prima de riesgo con la dimensión de la empresa prestataria, y sintetiza las dificultades de acceso directo a los mercados y la dependencia de la financiación a corto de las pequeñas empresas, lo que encarece sus cargas financieras respecto de las medianas y grandes”.

Dicho encarecimiento de los recursos ajenos no sólo depende de la prima de riesgo, derivada de su menor dimensión, o del hecho de utilizar en mayor proporción la financiación a corto, sino también de su menor poder de negociación con los intermediarios financieros, de su inferior esperanza de vida, de la práctica de los in-

termediarios financieros de evaluar los proyectos de inversión no en función de su rentabilidad y capacidad de generar recursos, sino en función de la situación patrimonial y garantías anexas que aporte el prestatario y de la existencia de asimetrías informativas entre prestamista y organización. El problema del riesgo moral explica el hecho de que el prestamista cargue una prima a la empresa cuanto mayor sea la dificultad de su seguimiento y control de la inversión⁴.

Los estudios empíricos realizados sobre la materia, en el caso de empresas españolas, como puede observarse en el cuadro 3, revelan mayoritariamente una relación inversa entre tamaño-coste de la deuda; aunque no falta quien ha obtenido una relación directa, e incluso quienes no han encontrado relación alguna entre dichas variables⁵.

Como puede observarse en los cuadros 2 y 3, la mayoría de los estudios que analizan la relación entre tamaño y el nivel de endeudamiento, el coste de la deuda y las rentabilidades se han realizado sobre muestras de grandes empresas, algunas de ellas cotizadas en bolsa, existiendo relativamente pocos trabajos que se hayan centrado en muestras de empresas fundamentalmente pequeñas y medianas (González *et al.*, 2002; Boedo, 2004).

El diferente nivel de información entre los participantes en los distintos mercados (financieros, de bienes y servicios) es mayor cuando en ellos participan mayoritariamente pymes que cuando lo hacen empresas de gran dimen-

Cuadro 2.- Revisión evidencia empírica de la relación entre tamaño y nivel de endeudamiento

AUTORES	AÑO	RELACIÓN TAMAÑO-NIVEL DE ENDEUDAMIENTO	BASE DE DATOS UTILIZADA
Lafuente y Yagüe	1989	Directa	CBBE 1987
Mato	1990	Directa. Destaca que las PYMEs recurren más a la autofinanciación que a la financiación externa, luego están menos endeudadas que las grandes	CBBE 1983-87, 718 empresas industriales
Fariñas <i>et al.</i>	1992	Directa	CBBE, más de 1000 empresas y excluye el sector energético.
Hernando y Vallés	1992	Directa Las pequeñas empresas recurren más a la autofinanciación	CBBE 1983-88 1.700 empresas industriales
Huergo Orejas	1992	Directa Las pequeñas empresas recurren más a la autofinanciación	CBBE 1982-88, empresas manufactureras del período
Llorens Urrutia	1992	Directa	CBBE 1986-89, submuestra empresas vascas
Maroto Acín	1993	Directa. También obtenida en sus trabajos de 1996 y 1998	CBBE
Menéndez	2003	Directa	ESEE empresas industriales para el período 1991-94
Sánchez y Bernabé	2000	Directa	CBEE para el período 1992-1997
Vicente	2000	Utilizando la técnica de datos de panel sólo encuentra una relación débil y positiva cuando el modelo utilizado es de efectos aleatorios	185 observaciones de empresas no financieras que cotizan en la bolsa de Madrid
Sánchez y Bernabé	2002	Directa	CBBE 1991-2000
Boedo e Iglesias	2004	Directa	SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibérico), 152 grandes empresas no financieras que cotizan en bolsa, para el período 2000-2002
Otero y Fernández	2004	Directa	CBBE 1996-2001
Illueca y Pastor	1996	Las pequeñas empresas tienen un déficit de recursos propios en relación a las de gran dimensión, luego existe una relación inversa entre tamaño y endeudamiento	Instituto de Estudios Fiscales para el período 1989-1992
Calvo-Flores <i>et al.</i>	2000	Las pequeñas empresas tienen un déficit de recursos propios en relación a las de gran dimensión, luego existe una relación inversa entre tamaño y endeudamiento	Empresas manufactureras para el año 1998
Boedo y Calvo	2001	Sólo cuando utilizan como criterio las ventas se observa una relación inversa entre tamaño y nivel de endeudamiento	SABE
Melle	2001	Las pymes tienen más recursos ajenos, al no poder acceder a los mercados de capitales	ESEE 1993-98
Sánchez	2001	Inversa	Base de datos SABE a nivel nacional para el período 1994-1998
Segura y Toledo	2003	Inversa. A partir de 1993 la pequeña empresa se endeuda con mayor intensidad. Los recursos ajenos superan a los propios para todos los tamaños y durante todo el período	ESEE empresas industriales para el período 1991-98
Lafuente <i>et al.</i>	1985	La relación entre fondos propios y ajenos apenas difieren por tamaño	International Small Business Survey (España), 1984
Calvo y Lorenzo	1993	No encuentran relación	ESEE, 1991
Ocaña <i>et al.</i>	1994	No existe relación sistemática entre el tamaño y el nivel de endeudamiento	CBEE del período 1983-89
Salas	1994	No encuentra diferencias significativas en el nivel de endeudamiento por tamaño	CBBE para el período 1983-1989
Fariñas y Suárez	1996	No se aprecian diferencias en el nivel de endeudamiento entre empresas de distinto tamaño	ESEE 1991-94 empresas industriales
Maroto	1996a	No se aprecian diferencias en el nivel de endeudamiento entre empresas de distinto tamaño	CBEE 1990-95
Fariñas y Jaumandreu	1999	No encuentran diferencias significativas por tamaño en el nivel de endeudamiento	ESEE 1991-94
Melle	2000	No encuentran diferencias significativas por tamaño en el nivel de endeudamiento	CBBE 1989-98

Cuadro 3.- Revisión evidencia empírica de la relación entre tamaño y coste de la deuda

AUTORES	AÑO	TAMAÑO-COSTE DE LA DEUDA	BASE DE DATOS UTILIZADA
Mato	1990	Inversa	CBBE 1983-87, 718 empr. industriales
Fariñas <i>et al.</i>	1992	Inversa	CBBE, más de 1000 empresas excluyendo las de sector energético
Huergo Orejas	1992	Inversa	CBBE 1982-88, empr. manufactureras
Calvo y Lorenzo	1993	Inversa	ESEE 1991
Maroto Acín	1993	Inversa. También obtenida en sus trabajos de 1996 y 1998	CBBE
Fariñas y Suárez	1996	Inversa	ESEE 1991-94
Martín	1995	Inversa	CBBE 1991-93
Fariñas y Faumandreu	1999	Inversa	ESEE 1991-94
Melle	2000	Inversa	CBBE 1989-98
Sánchez	2001	Inversa	Base de datos SABE a nivel nacional para el periodo 1994-1998
Sánchez y Bernabé	2002	Inversa	CBBE 1991-2000
Segura y Toledo	2003	Inversa	ESEE 1991-98.
Otero y Fernández	2004	Inversa. El diferencial de tipo de interés se ha ido reduciendo en el periodo objeto de análisis	CBBE 1996-2001
Ocaña <i>et al.</i>	1994	“Apenas se observan diferencias estadísticamente significativas en los costes financieros medios por clase de tamaño, y, cuando estas existen, siempre son favorables a las empresas pequeñas”. La relación pasa a ser inversa si se tiene en cuenta el coste efectivo y no el nominal.	CBEE del periodo 1983-89.
Salas	1994	No encuentra diferencias significativas en el coste de la deuda por tamaño	CBBE para el periodo 1983-1989
Illueca y Pastor	1996	No encuentran diferencias en el coste medio de la deuda por tamaños	Instituto de Estudios Fiscales para el periodo 1989-1992
Boedo y Calvo	2001	No encuentran diferencias en el coste medio de la deuda por tamaños	SABE 1997-99
Lafuente y Yagüe	1989	Directa	CBBE 1987, empresas industriales
Llorens Urrutia	1992	Directa. Explicada por subvención de la CC.AA. a la financiación de la PYME	CBBE 1986-1989, submuestra empresas vascas

sión. Las menores exigencias legales e institucionales de información a los mercados; la dificultad en valorar y transmitir la importancia de los activos intangibles –normalmente capital humano, experiencia, reputación, etc.– presentes en las empresas de menor dimensión; o la propia reticencia de los propietarios de dichas empresas a suministrar información (Boedo, 2004), son algunas de las causas de la existencia de una mayor asimetría informativa en los mercados dominados por las pymes; y también podrían ser la causa de que las relaciones entre las variables objeto de estudio (nivel de endeudamiento, coste de la deuda y rentabilidades) y el tamaño empresarial, obtenidas para muestras en las que predominan las pymes no tengan por que ser coincidentes con las descritas para las muestras en las que hay mayoritariamente empresas de mayor dimensión.

Por otro lado, en las grandes empresas, tanto el capital como la deuda, generalmente emprésti-

tos, están en manos de numerosos inversores-accionistas y obligacionistas-. Esta alta dispersión del capital y de la deuda es el origen de los conocidos problemas de sustitución de activos y de subinversión (Jensen y Meckling, 1976; Myers, 1977), problemas que afectarían no sólo a la estructura financiera de las empresas y el coste de su financiación, sino también a sus proyectos de inversión y rentabilidades futuras (Acedo, 2004).

La mayoría del tejido empresarial riojano está compuesto por empresas de reducida dimensión (Ayala, 2002), estando gran parte del capital social concentrado en unas pocas manos, normalmente grupos familiares. Además, los fondos ajenos también suelen ser proporcionados por unas pocas entidades financieras. Esta mayor concentración, tanto de la propiedad como de la deuda, puede reducir los problemas de agencia, influyendo tanto en la estructura financiera y su coste como en las rentabilidades obtenidas por sus empresas.

Los razonamientos precedentes podrían significar que las conclusiones obtenidas para el caso de las empresas de gran dimensión, como indicábamos anteriormente, no tendrían por qué ser válidas en el contexto de la CA de La Rioja, donde la mayoría de las empresas son pymes, con estructuras de propiedad muy concentradas, existiendo mayores asimetrías de información entre los participantes de los distintos mercados. De acuerdo con el marco teórico y algunas de las reflexiones planteadas en las páginas precedentes, las hipótesis a contrastar en nuestro estudio son:

- *H₀: El nivel medio de endeudamiento empresarial es idéntico independientemente del tamaño.*
- *H₁: El coste medio de la deuda empresarial es idéntico con independencia del tamaño empresarial.*
- *H₂: Las rentabilidades medias económicas y financieras obtenidas son idénticas independientemente del tamaño empresarial de la organización.*

Nuestro trabajo, en lo que resta, se ha estructurado del siguiente modo: en el segundo apartado se presenta la muestra utilizada, la definición de las variables y la herramienta estadística utilizada. En el tercero y cuarto apartado se presentan los resultados del trabajo y las principales conclusiones del mismo.

MÉTODO

DESCRIPCIÓN DE LA BASE DE DATOS

Nuestra base de datos está integrada por la información pública individualizada (balance y cuenta de resultados) presentada en el Registro Mercantil por 1.454 empresas (industriales, comerciales y de servicios), con domicilio social y actividad en la Comunidad Autónoma de la Rioja, para una serie histórica que comprende desde 1995 al 2000.

La clasificación por tamaños se ha establecido a partir de tres variables: volumen de negocios, total de activos y número de empleados. Así se conjuga la utilización de una medida basada tanto en el output empresarial como

en los inputs empleados. Ello permite, utilizando los límites de la clasificación por tamaños de las empresas de la Unión Europea en su recomendación 96/280/CE, clasificar la totalidad de las empresas que forman parte de la muestra en 4 grupos: microempresas, pequeñas, medianas y grandes empresas (ver cuadro 4).

Cada una de las empresas estudiadas se ha considerado dentro de una determinada categoría de tamaño siempre que cumpla en un determinado ejercicio 2 de los 3 criterios exigidos. Se han clasificado como microempresas aquellas que tiene menos de 10 trabajadores, en línea con el criterio de la Unión Europea.

Cuadro 4.- Distribución por tamaños de las empresas según los límites de la U.E.

VARIABLES	PEQUEÑAS	MEDIANAS	GRAN EMPRESA
Activos*	$X \leq 5.000 \text{ €}$	$[5.000 < X \leq 27.000]$	$X > 27.000$
Ventas*	$X \leq 7.000$	$[7000 < X \leq 40.000]$	$X > 40.000$
Empleados	$[10 \leq X \leq 49]$	$[50 \leq X \leq 249]$	$X \geq 250$

*En miles de €.

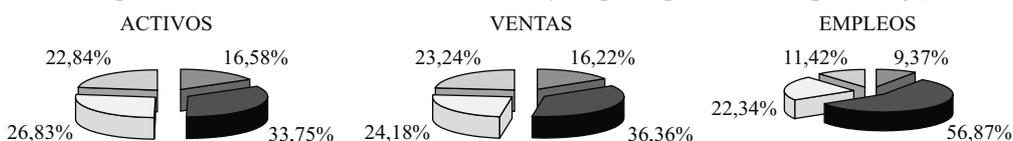
Aunque muchos de los estudios precedentes han clasificado las empresas en micro, pequeñas, medianas o grandes teniendo en consideración únicamente una variable (el número de empleados, el volumen de activos, el volumen de ventas, etc.), y aún siendo conscientes de que los límites de la agrupación propuesta por la CEE pueden resultar laxos para el entorno de La Rioja, hemos apostado por esta ordenación por considerarla suficientemente conocida y aceptada, lo que facilitará en el futuro una más fácil comparación de nuestros resultados con los alcanzados en otros estudios basados en muestras en las que predominen fundamentalmente las empresas de reducida dimensión.

En el cuadro 5 y figura 1 pueden observarse algunas de las características de la base de datos utilizada. De dichos datos debe destacarse la importancia en nuestra región de las pequeñas empresas, tanto en su número como en el volumen de ventas (más de la tercera parte) y el empleo que generan (más de la mitad de los empleos). Por otro lado, las medianas y grandes concentran prácticamente la mitad del volumen de activos y de la cifra de negocios, y más de la tercera parte del empleo.

Cuadro 5.- Características de la muestra

	NÚMERO EMPRESAS						1999*		
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Activos*	Ventas*	Empleos
Micro	205	304	338	437	585	526	1.259,7	1.425,7	5,1
Pequeña	613	706	773	807	764	682	1.963,3	2.446,9	23,7
Mediana	43	58	66	79	93	110	12.822,1	13.367,0	76,5
Grande	5	6	7	10	12	11	84.575,3	99.581,0	303,0
Perdidos	588	380	270	121	0	0			
Total	1.454	1.454	1.454	1.454	1.454	1.329	*En miles de €.		

Figura 1.- Distribución de activos, ventas y empleos por tamaños (porcentaje)



DEFINICIÓN DE LAS VARIABLES

Aunque resultan sobradamente conocidas, debido a que no siempre han sido definidas de la misma forma, exponemos a continuación cómo hemos medido las variables intervinientes en nuestro estudio (cuadro 6).

Cuadro 6.- Definición de las variables

VARIABLES	FORMULACIÓN
Nivel de endeudamiento	$\frac{\text{Deudas}}{\text{Neto patrimonial}}$
Coste de la deuda	$\frac{\text{Gastos financieros}}{\text{Deudas con coste explícito}}$
Rentabilidad económica	$\frac{\text{Beneficio ante de intereses e impuestos (BAIT)}}{\text{Activo total neto}}$
Rentabilidad financiera	$\frac{\text{Beneficio antes de impuestos (BAT)}}{\text{Neto patrimonial}}$

En el numerador del nivel de endeudamiento se recogen la totalidad de las deudas que aparecen en el balance. Sin embargo, para el cálculo del coste de la deuda hemos excluido los acreedores comerciales y otras deudas a corto, considerando únicamente los fondos ajenos con coste explícito.

El BAIT se ha calculado a partir de los resultados de explotación de la empresa, por tanto no incluye los derivados de activos financieros ni los extraordinarios. El Beneficio antes de Impuestos (BAT) ha sido determinado como la di-

ferencia entre el BAIT y los gastos financieros soportados.

La utilización de estas variables presenta algunas limitaciones, entre las que cabe señalar las siguientes:

- La rentabilidad de una determinada empresa no siempre refleja una adecuada gestión, puesto que esta variable puede presentar valores muy atractivos y, sin embargo, estar comprometida la competitividad futura de la empresa, como consecuencia de su maximización en el corto plazo a cualquier coste. El problema reside en la no consideración del riesgo, ni sus consecuencias sobre la valoración de la empresa.
- Las rentabilidades económica y financiera se ven influidas por el hecho de valorar los beneficios a precios corrientes, mientras que los activos lo son a precio histórico⁵. De este modo, las rentabilidades quedan sobrevaloradas por la inflación (ya que sus activos empresariales normalmente no están corregidos por aquélla) e infravaloradas en algunos casos, debido a la inclusión de activos en curso de instalación que aún no han contribuido a generar resultados económicos.

PRUEBAS ESTADÍSTICAS

Dividida la muestra de empresas en 4 grupos: grupo 0 “microempresas”, grupo 1 “pequeñas”, grupo 2 “medianas” y grupo 3 “grandes” realizamos un análisis de la varianza. En éste el tamaño empresarial es el factor y las variables de-

pendientes son los valores para cada una de las empresas que presentan las variables analizadas (nivel de endeudamiento, coste de la deuda, rentabilidad económica y financiera). El objetivo es comprobar si, por término medio, el valor de las variables objeto de estudio se mantiene independientemente del tamaño empresarial (micro, pequeña, mediana y grande) o, por el contrario, guardan alguna relación con su dimensión.

El estadístico utilizado para comprobar la homogeneidad de la varianza entre los grupos fue el de Levene. El resultado de esta prueba no permitió rechazar la hipótesis nula de igualdad de varianza, por lo que utilizamos para los contrastes post hoc la prueba de Scheffé, que es la más adecuada cuando los tamaños de los grupos son diferentes (Ferrán, 1996).

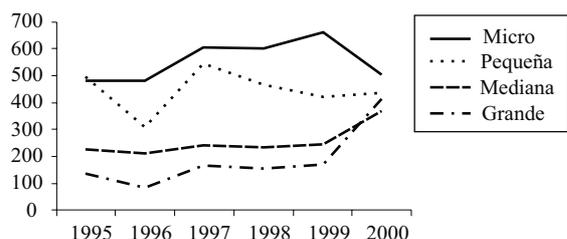
RESULTADOS ALCANZADOS

Tal y como puede observarse en el cuadro 7 y en la figura 2, en las que se representa la evolución del nivel medio de endeudamiento por tamaño empresarial, se observa una relación inversa⁷ a lo largo de todo el periodo; siendo las empresas grandes las menos endeudadas, seguidas por las medianas, pequeñas y microempresas. Asimismo, debe destacarse el fuerte nivel de endeudamiento, sobre todo de las empresas de reducida dimensión: en muchos años las micro y pequeñas empresas están hasta 4 veces más endeudadas que las grandes empresas.

Cuadro 7.- Nivel medio de endeudamiento por tamaño

% Endeud.	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Media
Micro	478,0	478,6	603,1	597,7	660,0	507,5	554,15
Pequeña	495,3	308,9	545,2	467,4	421,0	435,6	445,57
Mediana	227,5	209,4	242,5	233,4	245,7	369,6	254,68
Grande	134,0	87,4	166,2	154,4	169,0	416,1	187,85

Figura 2.- Evolución del nivel medio de endeudamiento empresarial por tamaño



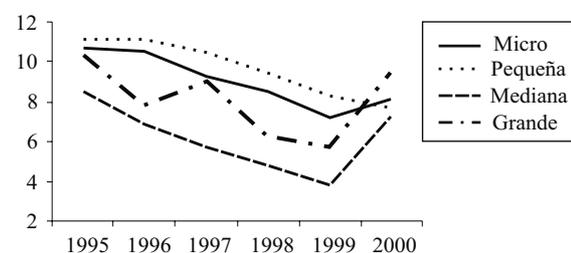
Por otro lado, la evolución del coste del endeudamiento en relación al tamaño (ver figura 3) muestra que son las medianas empresas las que gozan de un menor coste, seguidas de las grandes, micro y pequeñas.

Los resultados del análisis de la varianza, para un nivel de significación del 0,05, permiten rechazar la hipótesis nula de que el valor medio del coste de la deuda es idéntico por tamaño empresarial. Más concretamente, los resultados de las pruebas post hoc nos permiten señalar que el coste de la deuda de las medianas empresas es significativamente inferior al que presenta el resto de los tamaños, en los años 1999, 98, 97, 96 y 95. Por otra parte, el coste medio de la deuda que soportan las micro y pequeñas empresas es significativamente superior al de las grandes.

Cuadro 8.- Coste medio de la deuda por tamaño

Coste deuda	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Media
Micro	10,72	10,56	9,32	8,50	7,20	8,11	9,07
Pequeña	11,14	11,09	10,44	9,46	8,26	7,69	9,68
Mediana	8,49	6,86	5,74	4,74	3,86	7,25	6,16
Grande	10,43	7,90	9,01	6,28	5,78	9,55	8,16

Figura 3.- Evolución del coste medio de la deuda empresarial por tamaño



Cuadro 9.- Análisis de la varianza de las variables estudiadas para el periodo 1995-2000

Factor: tamaño empresarial (micro, pequeña, mediana y grande)						
Variable dependiente: nivel de endeudamiento						
	1995	1996	1997	1998	1999	Media
Estadist. F	0,475	2,958	0,219	0,907	1,203	0,497
p-valor	0,700	0,032	0,883	0,437	0,307	0,685
Variable dependiente: coste de la deuda						
Estadist. F	3,888	13,295	16,144	17,311	18,320	0,949
p-valor	0,009	0,000	0,000	0,000	0,000	0,416
Variable dependiente: rentabilidad económica						
Estadist. F	0,320	0,148	0,193	0,171	2,597	0,510
p-valor	0,811	0,931	0,901	0,916	0,051	0,675
Variable dependiente: rentabilidad financiera						
Estadist. F	1,547	0,041	0,050	0,392	0,382	0,020
p-valor	0,201	0,989	0,985	0,759	0,766	0,996

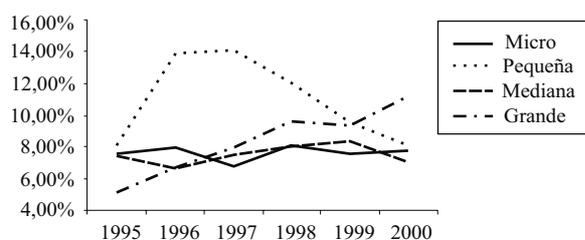
En lo que se refiere a la relación entre tamaño y rentabilidades, en casi toda la serie histórica, ha sido la pequeña empresa la que ha obtenido, como media, una mayor tasa de rentabilidad económica. Su valor ha variado entre el 8,10% y el 14,10%, y ha ido decreciendo hasta situarse, en el último año, por debajo de la correspondiente a las grandes empresas, que han experimentado un incremento a lo largo del periodo analizado (moviéndose del 5,10% al 11,22%). Las microempresas y medianas han logrado una rentabilidad económica media que ha oscilado en el intervalo del 6,6% al 8,37% a lo largo de todo el periodo.

Los resultados positivos y, por tanto, rentabilidades económicas atractivas mostrados por las empresas riojanas en el periodo estudiado pueden deberse tanto a su adecuada gestión como al efecto positivo del ciclo económico expansivo.

Cuadro 10.- Rentabilidad económica media por tamaño empresarial (en %)

Rentab. económ.	1995	1996	1997	1998	1999	Media
Micro	7,60	7,90	6,80	8,14	7,57	7,60
Pequeña	8,10	13,90	14,10	12,10	9,52	11,54
Mediana	7,40	6,60	7,50	8,00	8,37	7,57
Grande	5,10	6,70	7,90	9,60	9,30	7,72

Figura 4.- Evolución de la rentabilidad económica media por tamaño



En cuanto a la evolución de la rentabilidad financiera en función del tamaño empresarial, tal y como se muestra en el cuadro 11, se observa un incremento a partir de 1996 para todos los tamaños, alcanzando su máximo en 1999⁸ para finalizar con una reducción en el año 2000 de hasta un 46% en el caso de las pequeñas.

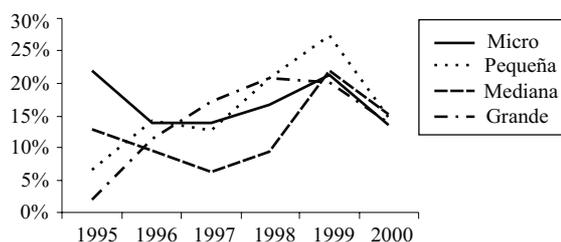
Sin considerar las rentabilidades financieras medias obtenidas por las grandes empresas, dado el bajo número de empresas de este tamaño en nuestra región, la pequeña empresa es la que ha logrado una mayor rentabilidad financiera y las

medianas son las de menor rentabilidad a lo largo del periodo 96 al 99.

Cuadro 11.- Rentabilidad financiera media por tamaño empresarial (en %)

Rentab. financ.	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Media
Micro	21,80	13,70	13,80	16,60	21,20	13,67	16,80
Pequeña	6,50	14,20	12,80	20,90	27,40	14,70	16,08
Mediana	12,90	9,60	6,30	9,50	21,90	15,02	12,54
Grande	2,00	11,30	17,00	20,90	20,14	13,74	14,18

Figura 5.- Evolución de la rentabilidad financiera media por tamaño



REFLEXIONES FINALES

En el periodo analizado 1995-2000, y teniendo en consideración los datos referentes a una muestra de 1454 empresas riojanas, el análisis de la evolución en el tiempo del nivel de endeudamiento, parece mostrar que son las empresas de reducida dimensión (microempresas y pequeñas), en relación a las medianas y grandes, las que presentan, por término medio, un mayor valor. Este hecho parece apoyar los resultados mostrados en trabajos precedentes, tales como la de Melle (2001), Sánchez (2001) y Segura y Toledo (2003), entre otros. El signo de esta relación podría deberse al hecho de que en las empresas de reducida dimensión y carácter familiar, como son la mayoría de las riojanas, suele confundirse el patrimonio empresarial con el de la familia que está detrás; siendo éstas las que aportan garantías adicionales a la hora de obtener fondos financieros para sus empresas.

No obstante, el análisis de la varianza, a un nivel de significación del 5%, no permite rechazar la hipótesis nula H_0 (El nivel medio de endeudamiento empresarial es idéntico independientemente del tamaño).

En lo referente a la relación coste de la deuda-tamaño empresarial, nuestros datos permiten rechazar la hipótesis nula H_1 (El coste medio de la

deuda empresarial es idéntico con independencia del tamaño empresarial). Más concretamente, y en línea con los resultados de Sánchez y Bernabé (2002), Segura y Toledo (2003) y Otero y Fernández (2004), entre otros, nuestro trabajo ha evidenciado una relación inversa entre dichas variables, salvo para el año 2000.

El análisis unifactorial de la varianza no ha permitido rechazar la hipótesis nula H_2 (*las rentabilidades medias económicas y financieras obtenidas son idénticas independientemente del tamaño empresarial de la organización*), sin embargo, de la observación de la evolución de la rentabilidad económica media por tamaños en el tiempo parece desprenderse que, en el periodo 1996-98, ha sido la pequeña empresa la más eficiente en la gestión de sus recursos, aunque la tendencia ha sido decrecimiento en los últimos años. Por otra parte, el incremento paulatino de la rentabilidad económica alcanzado por las empresas grandes ha supuesto que sean estas las que, en el último año, presentan una mayor eficiencia en la utilización de sus recursos.

El presente trabajo nos ha proporcionado un primer acercamiento a la relación que existe entre el tamaño empresarial y las variables nivel de endeudamiento, coste de la deuda y rentabilidades, en el contexto particular de la C.A. de La Rioja. Además del tamaño de la organización, el entorno macroeconómico, la industria a la que pertenece la empresa y los recursos y capacidades disponibles pueden influir en el comportamiento tanto de la estructura financiera y su coste como de las rentabilidades obtenidas.

De aquí en adelante, haciendo uso de técnicas estadísticas más avanzadas, como pueden ser el Modelo lineal General, el Análisis de Componentes de la Varianza y el Análisis Cluster, intentaremos explorar el signo y la magnitud de estas relaciones; con objeto de analizar las diferencias y similitudes que aparecen respecto a los resultados obtenidos en estudios precedentes, realizados la mayoría de las veces para muestras de empresas de gran dimensión y con características posiblemente diferentes de las presentadas por las de la Comunidad Autónoma de La Rioja.

NOTAS

1. Deseamos expresar nuestro sincero agradecimiento a D. Carlos Pindado (Titular del Registro Mercantil de La Rioja), al Centro de Proceso de Estados Contables (CPEC) del Colegio Oficial de Registradores Mercantiles de España y a la Agencia de Desarrollo Económico de La Rioja por los datos facilitados. Este trabajo ha contado con una Ayuda a la Investigación del Instituto de Estudios Riojanos de la Consejería de Educación, Cultura y Deportes del Gobierno de La Rioja, nº. ref. 1432.
2. Es preciso tener presente que dicho valor depende del binomio rentabilidad-riesgo. La creación de valor requiere que la empresa alcance ciertas cotas de rentabilidad sin poner en peligro su futuro. Por tanto, la solvencia es parte fundamental de dicho valor.
3. Siempre que se añadan negocios cuyas corrientes de ingresos estén imperfectamente correlacionados.
4. En esta línea, Diamond (1991) y Petersen y Rajan (1994) estudian el efecto de la duración de la relación entre prestamista y prestatario sobre la reducción de dicha prima.
5. En este sentido, Ocaña et al. (1994) afirman que apenas se observan diferencias estadísticamente significativas en los costes financieros medios por clase de tamaño, y, cuando estas existen, siempre son favorables a las empresas pequeñas. La relación pasa a ser inversa si se tiene en cuenta el coste efectivo y no el nominal.
6. Para que los ratios sean significativos, uno de los principales requisitos a cumplir es que las magnitudes comparadas sean homogéneas.
7. En línea con los resultados obtenidos por Illuecas y Pastor (1996), Calvo-Flores et al. (2000), Sánchez (2001) y Segura y Toledo (2003)
8. Excepto en el caso de las grandes que lo alcanzan el año anterior

BIBLIOGRAFÍA

- ACEDO RAMÍREZ, MA (2004): *Estructura financiera y rentabilidades de las empresas riojanas*. (Tesis doctoral). Universidad de La Rioja.
- AECA (2002): *Factores determinantes de la eficiencia y rentabilidad en las PYME en España*. Madrid: Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas.
- ANDRÉS SUÁREZ, J. DE (2000): "Caracterización económica financiera de las empresas asturianas en función de su nivel de rentabilidad", *Revista Asturiana de Economía*, núm. 18, pp. 191-222.

- ANG, J.; CHUA, J.; MCCONNELL, J. (1982): "The Administrative Costs of Corporate Bankruptcy: A Note", *Journal of Finance*, núm. 1, pp. 219-226.
- ANTÓN, C.; CUADRADO, C.; RODRÍGUEZ, J.A. (1990): "Factores explicativos del crecimiento y la rentabilidad", *Investigaciones Económicas* (2ª época), supl., pp. 153-158.
- ARRAIZA, C.; LAFUENTE, A. (1984): "Caracterización de la gran empresa industrial española según su rentabilidad", *Información Comercial Española*, núm. 611, pp. 127-139.
- AYALA, J.C. (2002): *Factores determinantes del éxito de las pymes familiares riojanas*. (Proyecto de investigación financiado por el I Plan Riojano de I+D+I). Logroño.
- BAUMOL, W.J. (1959): *Business Behaviour, Value and Growth*. New York: MacMillan.
- BERGES, A.; SORIA, P. (1987): "Tamaño, concentración y rentabilidad de las empresas industriales (España y Europa)", *Economía Industrial*, núm. 257, pp. 95-103.
- BOEDO VILABELLA, L. (2004): *La estructura de capital óptima. Enfoques teóricos desarrollados en el marco de la gran empresa y análisis de su aplicación a las pymes*. (Tesis doctoral). Universidad de La Coruña.
- BOEDO VILABELLA, L.; CALVO SILVOSA, A. (2001): "Problemas en el contraste de las hipótesis del tipo impositivo y del ahorro fiscal de DeAngelo y Masulis. Una aplicación empírica al caso español", *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 10, núm. 3, pp. 97-112..
- BOEDO VILABELLA, L.; IGLESIAS ANTELO, S. (2004): "Factores que determinan la estructura de capital de las grandes empresas. Aplicación empírica al caso español", en J. Fraiz y M. Vila: *La empresa y su entorno, Papers Proceedings*, pp. 345-355. Ourense: AEDEM.
- BUENO, E.; LAMOTHE, P. (1983): *Tamaño y rentabilidad de la gran empresa española: un análisis empírico de su relación basado en un método multicriterio*. (Documento de Trabajo). Universidad Autónoma de Madrid.
- BUENO, E.; LAMOTHE, P. (1986): "Tamaño y rentabilidad de la gran empresa española: un análisis empírico de su relación basado en un método multicriterio", *II Congreso de AECA*, pp. 695-709. Madrid: IPC.
- CALVO, J.L.; LORENZO, M.J. (1993): "La estructura financiera de la pyme manufacturera española", *Economía Industrial*, núm. 293, pp. 37-44.
- CALVO-FLORES SEGURA, A.; GARCÍA PÉREZ DE LEMA, D.; ARQUES PÉREZ, A. (2000): "Posición del riesgo financiero en la industria española", en V. García Martín, D. García Pérez de Lema [coord.]: *Decisiones financieras y fracaso empresarial*. Madrid: AECA.
- CAMISÓN, C. (2001): "La investigación sobre la pyme y su competitividad. Balance de la cuestión desde las perspectivas narrativa y meta-analítica", *Papeles de Economía Española*, núm. 89/90, pp. 43-86.
- DEAN, T.J.; BROWN, R.L.; BAMFORD, CH.E. (1998): "Differences in Large and Small Firm Responses to Environmental Context: Strategic Implications from a Comparative Analysis of Business Formation", *Strategic Management Journal*, vol. 19, pp. 709-728.
- DIAMOND, D. (1991): "Monitoring and Reputation: the Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt", *Journal of Political Economy*, núm. 99, pp. 688-721.
- DONSIMONI, M.; LEOZ-ARGÜELLES, V. (1980): "Profitability and International Linkages in the Spanish Industry", (Working Paper, núm. 8.003). Universidad Católica de Lovaina, Instituto de Ciencias Económicas.
- FARIÑAS, J.C.; CALVO, J.L.; JAUMANDREU, J.; LORENZO, M.J.; HUERGO, E.; DE LA IGLESIA, C. (1992): *La PYME industrial en España*. Madrid: Civitas.
- FARIÑAS, J.C.; JAUMANDREU, J. (1999): *La empresa industrial en la década de los noventa*. Madrid: Fundación Argentaria/Visor Dis.
- FARIÑAS, J.C.; MARTÍN MARCOS, A. (2001): "Tamaño empresarial, flexibilidad de costes y cambio tecnológico", *Papeles de Economía Española*, núm. 89-90, pp. 272-285.
- FARIÑAS, J.C.; SUÁREZ, C. (1996): *La empresa industrial en la década de los noventa: financiación*. (Documento de Trabajo 9611). Madrid: Fundación Empresa Pública, Programa de Investigaciones Económicas.
- FATTOUH, B.; SCARAMOZZINO, P.; HARRIS, L. (2002): "Non-Linearity in the Determinants of Capital Structure: Evidence from UK Firms", *XI International "TOR VERGATA Conference on Banking and Finance, Monetary Integration, Markets and Regulation*. Roma.
- FERNÁNDEZ GÁMEZ, M.A.; GIL CORRAL, A.M. (1995): "Correlación de magnitudes económico financieras en base a la dimensión", *Actualidad Financiera*, núm. 46, pp. 1773-1863.
- FERNÁNDEZ, E.; MONTES, J.; VÁZQUEZ, C. (1996): "Factores explicativos de la rentabilidad empresarial", *Revista de Economía Aplicada*, vol. 4, núm. 12, pp. 139-149.
- FERNÁNDEZ, Z.; NIETO, M.J. (2001): "Estrategias y estructuras de la pyme, ¿puede ser el pequeño tama-

- ño una ventaja competitiva?”, *Papeles de Economía Española*, núm. 89-90, pp. 256-271.
- FERRÁN, M. (1996): *SPSS para Windows. Programa y análisis estadístico*. Madrid: McGraw Hill.
- FERRUZ AGUDO, L.; GONZÁLEZ PASCUAL, J. (1994): “Tamaño y rentabilidad de la banca extranjera en España: 1986-1990”, *Actualidad Financiera*, núm. 46, pp. 655-672.
- FIGENBAUM, A.; KARNANI, A. (1991): “Output Flexibility: A Competitive Advantage for Small Firms”, *Strategic Management Journal*, vol. 12, núm. 2, pp. 101-114.
- GALÁN, J.L.; VECINO, J. (1997): “Las fuentes de rentabilidad de la empresa”, *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 6, núm. 1, pp. 21-36.
- GALVE, C.; SALAS, V. (1993): “Propiedad y resultados de la gran empresa española”, *Investigaciones Económicas* núm. 2, pp. 207-238.
- GARCÍA DURÁN, J. (1976): “Organización industrial española, 1960-1970”, *Cuadernos de Economía*, núm. 11, pp. 31-45.
- GONZÁLEZ GÓMEZ, J.I.; HERNÁNDEZ GARCÍA, M.C.; RODRÍGUEZ FERRER, T. (2000): “Contribución del tamaño y el sector en la explicación de la rentabilidad empresarial”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, núm. 106, pp. 903-930.
- GONZÁLEZ PÉREZ, A.; CORREA RODRÍGUEZ, A.; ACOSTA MOLINA, M. (2002): “Factores determinantes de la rentabilidad financiera de las pymes”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 31, núm. 112, pp. 395-429.
- GONZÁLEZ PÉREZ, A. L. (1997): *La rentabilidad empresarial: evaluación empírica de sus factores determinantes*. (Tesis doctoral). Madrid: Centro de Estudios Registrales, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España.
- HAIR, J. F.; ANDERSON, R.; TATHAM, R.; BLACK, W. (1999): *Análisis Multivariante*. Madrid: Prentice Hall.
- HAMBRICK, D.C.; MACMILLAN, C.; DAY, D.L. (1982): “Strategic Attributes and Performance in the BCG Matrix: A PIMS – Bases Analysis of Industrial Product Businesses”, *Academy of Management Journal*, núm. 25, pp. 510-531.
- HERNANDO, I.; VALLÉS, J. (1992): “Inversión y restricciones financieras: evidencia en las empresas manufactureras españolas”, *Moneda y Crédito*, núm. 5, pp. 185-222.
- HUERGO OREJAS, E. (1992): “Tamaño y rentabilidad de la industria española”, *Economía Industrial*, núm. 284, pp. 41-49.
- ILLUECA MUÑOZ, M.; PASTOR Monsálvez, J.M. (1996): “Análisis económico financiero de las empresas españolas por tamaños”, *Economía Industrial*, núm. 310, pp. 41-54.
- JACQUEMIN, A. (1982): *Economía Industrial. Estructuras de mercado y estrategias europeas de empresa*. Barcelona: Hispano Europea.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. (1976): “Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, núm. 3, pp. 305-360.
- LAFUENTE A.; YAGÜE, M.J. (1989): “Estructura económica financiera de la empresa industrial española”, *Economía Industrial*, núm. 267, pp. 175-190.
- LAFUENTE, A.; SALAS, V. (1983): “Concentración y resultados de las empresas en la economía española”, *Cuadernos de ICE*.
- LAFUENTE, A.; SALAS, V.; PÉREZ, R. (1985): “Financiación, rentabilidad y crecimiento de la nueva y pequeña empresa española”, *Economía Industrial*, núm. 246, pp. 43-60.
- LLORENS URRUTIA, J.L. (1992): “Nuevos instrumentos financieros para la PYME”, *Economía Industrial*, núm. 284, pp. 85-98.
- MARAVALL, F. (1976): *Crecimiento, dimensión y concentración de las empresas industriales españolas*. (Fundación del INI, Serie E, núm. 7).
- MARAVALL, F. (1981): “La influencia de la dimensión empresarial sobre la eficiencia: unas notas sobre el funcionamiento de la industria española”, *Lecturas de Economía Española e Internacional*, pp. 151-163. Madrid: Ministerio de Economía y Comercio, Secretaría General Técnica.
- MAROTO ACÍN, J.A. (1988): “Los resultados de las empresas privadas españolas”, *Papeles de Economía Española*, núm. 36, pp. 262-275.
- MAROTO ACÍN, J.A. (1993a): “La situación económico-financiera de las empresas españolas y la competitividad. Aspectos generales y particulares de la financiación de las PYMEs”, *Economía Industrial*, núm. 291, pp. 89-106.
- MAROTO ACÍN, J.A. (1993b): “La financiación empresarial y el sistema financiero”, *Economía Industrial*, núm. 293, pp. 77-88.
- MAROTO ACÍN, J.A. (1995): “Posibilidades y limitaciones del análisis económico-financiero de las empresas españolas”, *Papeles de Economía Española*, núm. 62, pp. 113-36.
- MAROTO ACÍN, J.A. (1996a): “Estructura financiera y crecimiento de las pymes”, *Economía Industrial*, núm. 310, pp. 29-40.
- MAROTO ACÍN, J.A. (1996b): “Las empresas españolas, según la Central de Balances del Banco de España”, *Cuadernos de Información Económica*, núm. 117, pp.131-136.
- MAROTO ACÍN, J.A. (1996c): “La estructura económico financiera de las PYME españolas y sus fuentes

- tes de financiación”, *La pequeña y mediana empresa en España. Informe anual*, pp. 93-141. Madrid: IMPI.
- MAROTO ACÍN, J.A. (1998): “Central de Balances del Banco de España: cada vez mejor”, *Cuadernos de Información Económica*, núm. 140-141, pp. 186-96.
- MATO, G. (1990): “Estructura financiera y actividad real de las empresas industriales”, *Economía Industrial*, núm. 272, pp. 107-14.
- MELLE HERNÁNDEZ, M. (2000): “El coste de la financiación ajena para las empresas y su efecto sobre la rentabilidad: ¿Es irrelevante la dimensión empresarial?”, *Cuadernos de Estudios Empresariales*, núm. 10, pp. 137-163.
- MELLE HERNÁNDEZ, M. (2001): “Características diferenciales de la financiación entre pyme y las grandes empresas españolas. Asimetrías informativas, restricciones financieras y plazos de endeudamiento”, *Papeles de Economía Española*, núm. 89-90, pp. 140-166.
- MENÉNDEZ ALONSO, E.J. (2003): “Estructura de capital y diversificación empresarial: un análisis dinámico”, *Análisis Financiero*, núm. 89, pp. 74-78.
- MYERS, S. (1977): “Determinants of Corporate Borrowing”, *Journal of Financial Economics*, núm. 9, pp. 147-176.
- OCAÑA, C.; SALAS, V.; VALLÉS, J. (1994): “Un análisis empírico de la financiación de la pequeña y mediana empresa manufacturera española: 1983-1989”, *Moneda y Crédito*, núm. 199, pp. 57-96.
- OTERO GONZÁLEZ, L.; FERNÁNDEZ LÓPEZ, S. (2004): “Aproximación a la actividad financiera de la pyme gallega”, en J. Fraiz y M. Vila: *La empresa y su entorno, Papers Proceedings*, pp. 345-355. Ourense: AEDEM.
- PETERSEN, M.A.; RAJAN, R.G. (1994): “The benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data”, *The Journal of Finance*, vol. XLIX, pp. 3-37.
- PORTER, M. (1980): *Competitive Strategy*. New York: Free Press.
- RAJAN, R.G.; ZINGALES, L. (1995): “What do we Know about Capital Structure?. Some Evidence from International Data”, *The Journal of Finance*, vol. L, núm. 5, (December), pp. 1421-60.
- RAJAN, R.G.; ZINGALES, L. (1995): “What do we Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data”, *Journal of Finance*, vol. 50, núm. 5, (December), pp. 1421-1460.
- RODRÍGUEZ ROMERO, L. (1989): “Rentabilidad económica y crisis industrial”, *Papeles de Economía Española*, núm. 39, pp. 356-374.
- RUMELT, R.P.; SCHENDEL, D.; TEECE, D.J. (1991): “Strategic Management and Economics”, *Strategic Management Journal*, vol. 12, pp. 5-29.
- SÁINZ OCHOA, A. (2001): *Análisis de los factores explicativos del éxito empresarial: una aplicación al sector vitivinícola en la Denominación de Origen Calificada Rioja*. (Tesis doctoral). Universidad de La Rioja.
- SALAS, V. (1994): “Economía y financiación de la empresa según su tamaño”, *Situación*, núm. 2, pp. 197-212.
- SÁNCHEZ BALLESTA, J.P. (2001): *Análisis contable de la rentabilidad empresarial. Un estudio empírico en la industria manufacturera española*. (Tesis doctoral). Universidad de Murcia.
- SÁNCHEZ BALLESTA J.P.; BERNABÉ PÉREZ, M. (2000): “Rentabilidad de la empresa española: 1992-1997”, *IX Encuentro de Profesores Universitarios de Contabilidad*. Las Palmas de Gran Canaria.
- SÁNCHEZ BALLESTA J.P.; BERNABÉ PÉREZ, M. (2002): “La rentabilidad de la empresa española: un estudio sobre la década de los noventa”, *Partida Doble*, núm. 131, pp. 98-111.
- SÁNCHEZ BALLESTA, J.P.; GARCÍA PÉREZ DE LEMA, D. (2003): “Influencia del tamaño y la antigüedad de la empresa sobre la rentabilidad: Un estudio empírico”, *Revista de Contabilidad*, vol. 6, núm. 12, pp. 169-206.
- SCHERER, F.; ROSS, D. (1990): *Industrial Market Structures and Economics Performance*. 3ª ed. Boston, MA: Houghton Mifflin.
- SEGURA J.; TOLEDO, L. (2003) “Tamaño, estructura y costes de financiación de las empresas manufactureras españolas”, *Investigaciones Económicas*, vol. 27, pp. 39-69.
- SMYTH, D.; BOYES, W.; PESEAU, D. (1975): *Size, Growth, Profits and Executive Compensation in the Large Corporations*. New York: MacMillan Press.
- SOLER AMARO, R. (1977): “La política económica y el crecimiento de la dimensión de las empresas”, *Revista de Investigaciones Económicas*, núm. 3, pp. 16-31.
- SÚAREZ, A. (1977): “La rentabilidad y el tamaño de las empresas españolas”, *Económicas y Empresariales*.
- TUSHMAN, M.L.; ROMANELLI, E. (1985): “Organizational Evolution: A Metamorphosis Model of Convergente and Reorientation”, en L.L. Cummings y B.M. Staw [ed.]: *Research in Organizational Behavior*, pp. 232-262. Greenwich, CT: JAI Press-
- VICENTE LORENTE, J.D. (2000): “Implicaciones financieras de la estrategia basada en recursos: Especificidad, opacidad y estructura de capital”, *Cuadernos de Economía y Dirección de Empresas*, vol. 5, pp. 67-90.
- VIVES, X. (1990): “Conceptos y Evidencia Preliminar”, en X. Vives y J. Gual [ed.]: *Concentración*

- Empresarial y Competitividad: España en la CEE*, pp. 23-52. Barcelona: Ariel Economía/FEDEA.
- VOSSEN, R.W. (1998): "Relative Strengths and Weaknesses of Small Firms in Innovation", *International Small Business Journal*, vol. 16, núm. 3, pp. 88-94.
- WALD, J.K. (1999): "How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison", *The Journal of Financial Research*, vol. 22, núm. 2, (Summer), pp. 161-87.
- WARNER, J.B. (1977): "Bankruptcy, Absolute Priority, and the Pricing of Risk Debt Claims", *Journal of Financial Economics*, núm. 4, pp. 239-276.
- WOO, C.Y.; COOPER, A.C. (1981): "Strategies of Effective Low Share Businesses", *Strategic Management Journal*, vol. 2, núm. 3, pp. 301-318.
- WOO, C.Y.; COOPER, A.C. (1982): "The Surprising Case for Low Market Share", *Harvard Business Review*, núm. 59, pp. 106-113.