

"GESTIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS RIOJANAS: ANÁLISIS EMPÍRICO"

Ayala Calvo, J. C. y Rodríguez Osés, J. E.
Universidad de La Rioja

RESUMEN

Este trabajo muestra los resultados de una encuesta, realizada a 116 empresas industriales ubicadas en la CCAA. de La Rioja, en torno a los métodos de selección de inversiones usados, a la composición de su pasivo y a los criterios en los que se basan las decisiones de inversión-financiación de dichas empresas. Los datos apuntan que para las empresas riojanas el método de selección de inversiones utilizado es independiente del tipo de proyecto a valorar. Además, mientras el tamaño de la empresa parece influir en la importancia que algunas fuentes financieras tienen en la estructura financiera, el nivel de estudios del director financiero está más relacionado con algunos de los parámetros utilizados para decidir sobre la composición del pasivo.

1.- INTRODUCCIÓN

En la literatura financiera, existe un considerable número de trabajos cuyo objeto ha sido la identificación de las fuentes financieras y/o los métodos de valoración de inversiones utilizados por las empresas¹.

Respecto a los métodos usados para decidir sobre la oportunidad o no de la puesta en marcha de un proyecto de inversión, se ha tratado de medir cuál es el grado de aceptación de los métodos fundamentados en flujos netos de caja descontados (VAN y TIR, principalmente), frente a los denominados métodos aproximados (no basados en flujos netos de caja descontados: plazo de recuperación, tasa de rendimiento contable, etc.). Los contrastes empíricos a este respecto parecen sugerir que, con el paso de los años, la utilización de los métodos basados en flujos netos de caja descontados como primer método de evaluación se ha incrementado significativamente, pasando los métodos aproximados a jugar un papel complementario².

Por otro lado, el interés por conocer la clase de financiación que utilizan las empresas y la relación existente con su tamaño no es algo nuevo; como tampoco lo es la identificación de las limitaciones y restricciones que deben afrontar algunas empresas para captar fondos, y su influencia sobre el crecimiento y desarrollo de las mismas³.

Nuestro trabajo, basado en los datos obtenidos de una encuesta realizada a 1002 empresas industriales ubicadas en la Comunidad Autónoma de La Rioja, pretende obtener evidencia empírica corroboradora y adicional, tanto sobre la composición del pasivo de las empresas como sobre el uso de los métodos de selección de inversiones. Más concretamente, intentamos:

- a) Corroborar la importancia relativa de los métodos de selección de inversiones basados en flujos netos de caja descontados sobre la de los denominados métodos aproximados.
- b) Comprobar si existe relación entre el tipo de método de selección de inversiones utilizado y el tipo de proyecto valorado. Apoyándonos en tres tipos de proyectos (de reemplazamiento, de expansión basada en productos ya existentes y de expansión basada en productos nuevos), y teniendo en consideración que el grado de certeza con el que pueden calcularse los flujos netos de caja varía notablemente de uno a otro proyecto, parece lógico pensar que el método de evaluación utilizado por la empresa para cada uno podría ser bastante diferente.

* Deseamos expresar nuestro agradecimiento a las empresas Riojanas que han colaborado desinteresadamente en nuestro proyecto, así como a la Universidad de La Rioja por la ayuda financiera que nos concedió para poder iniciar el proyecto (ref. 95PYB30JRO).

1 Ver, p.e., Kim y Farragher (1981); Kim y Crick (1986); Klammer, Kock y Wilner (1991); Shapiro (1986) y Chen (1995).

2 Consultar, p.e., Mukherjee (1987); Proctor y Canada (1992) y Chen (1995).

3 Ver, p.e., McCabe (1979); Ferri y Wesley (1979); Stiglitz y Weiss (1981); Titman y Wessels (1988); Hughes (1992) y Storey (1994).

- c) Detectar el tipo de fuentes de financiación que utilizan las empresas y los criterios en los cuales basan la composición de sus pasivos.
- d) Analizar el impacto que tiene el tamaño de la empresa y el tipo de estudios de su director financiero, tanto sobre los métodos de selección de inversiones usados como sobre las decisiones de financiación adoptadas.

En lo que resta, el trabajo se estructura de la siguiente manera. A continuación se describe la metodología seguida en el estudio, tanto en lo referente a la muestra utilizada como al procedimiento de recogida de información. En el apartado tercero se presentan y analizan los principales resultados de nuestra investigación. Por último, los apartados cuarto y quinto recogen, respectivamente, las principales conclusiones del trabajo y las referencias bibliográficas consultadas durante su realización.

2.- METODOLOGÍA

2.1. CUESTIONARIO

Para lograr los objetivos pretendidos, se planteó un cuestionario (ver anexo I) estructurado en tres partes. La primera, "Decisiones de Inversión", contenía un total de 21 ítems que intentaron medir, mediante una escala tipo likert, la importancia de los métodos de selección de inversiones en la valoración de diferentes tipos de proyectos de inversión, y la de los distintos objetivos que puede plantearse la empresa.

La parte dos, "Fuentes de Financiación", trató de identificar las fuentes financieras utilizadas por las empresas y los criterios en los que se fundamenta la composición del pasivo.

La tercera parte del cuestionario, "Información General", recogió los datos necesarios para identificar el tamaño de la empresa, su estructura financiera y la preparación académica de quién contestó la encuesta; informaciones que nos serán muy útiles para interpretar correctamente los datos obtenidos en las dos primeras partes de la encuesta.

2.2. CARACTERÍSTICAS DE LA MUESTRA

La base de datos de la que partimos está formada por 1.002 empresas riojanas que, según los datos de la Cámara de Comercio e Industria de La Rioja, a principios de febrero de 1998 contaban con más de cinco empleados⁴. Todas ellas son empresas industriales y tienen forma jurídica societaria (básicamente sociedades anónimas y limitadas).

Como la población de referencia no es muy extensa, y el nivel de respuesta de los cuestionarios suele ser bajo, en una primera fase optamos por cartear a los directores financieros de las 1002 empresas. Del total de los envíos postales, 32 fueron devueltos por correos (por no coincidir la dirección o encontrarse ausente), por lo que el número potencial de empresas que podían responder a la encuesta se situó en 970. Tras recibir 90 cuestionarios debidamente cumplimentados, en una segunda fase, se contactó telefónicamente con las 67 empresas de mayor dimensión de las que no se había obtenido respuesta. Se les envió de nuevo la encuesta y aquéllas que lo deseaban fueron visitadas. El resultado final puede resumirse en otras 26 respuestas válidas; que junto a las 90 recibidas previamente por correo suman un total de 116, lo que supone una tasa de respuesta del 11,96%.

Clasificadas las empresas en pequeñas, medianas y grandes, de acuerdo con el siguiente criterio: empresa "pequeña" es aquella que cumple, durante el último año, simultáneamente al menos dos de los siguientes requisitos: volumen de negocio inferior a 250 millones de pesetas, activo total en balance inferior a 100 millones de pesetas y número de empleados menor a 10; empresa "grande" es aquella que cumple, durante el último año, simultáneamente al menos dos de los siguientes requisitos: volumen de facturación superior a 2.400 millones de pesetas, un total activo en balance superior a 1.200 millones de pesetas y número de empleados superior a 250; empresa "mediana", la que no cumple los requisitos mínimos de una grande ni tampoco los de una pequeña; comprobamos que la distribución de las empresas de la muestra con la que trabajamos es la siguiente: 33 empresas (28,45%) son pequeñas, 73 empresas (62,93%) son medianas, 5 empresas (4,31%) son grandes y para 5 empresas (4,31%) no disponemos de datos suficientes para identificarlas correctamente (ver tabla nº 1).

⁴ En la misma fecha, tan sólo unas 400 empresas tenían más de 25 empleados.

TABLA Nº 1. DISTRIBUCIÓN DE LAS EMPRESAS EN FUNCIÓN DE SU TAMAÑO.

TAMAÑO EMPRESAS	POBLACIÓN		MUESTRA	
	NÚMERO	PORCENTAJE	NÚMERO	% S/POBLAC.
EMPRESAS PEQUEÑAS	246	24,55%	33	13,41%
EMPRESAS MEDIANAS	751	74,95%	73	9,72%
EMPRESAS GRANDES	5	0,50%	5	100%
CASOS PERDIDOS			5	
TOTAL	1.002	100%	116	11,58%

3.- PRESENTACIÓN Y ANÁLISIS DE RESULTADOS

Con objeto de lograr una exposición más clara y sencilla, expondremos los resultados de nuestra investigación siguiendo los apartados en los que se dividió la encuesta. Hecho esto estaremos en disposición de obtener conclusiones generales y emitir un juicio global sobre algunas de las prácticas de gestión financiera realizadas por las empresas riojanas en su conjunto.

3.1.- DECISIONES DE INVERSIÓN

3.1.1.- Objetivo de las Inversiones Empresariales

Tal y como puede observarse en la tabla nº 2, el que se revela como objetivo más importante es el de expansión del negocio: el 78,3% de la muestra cree que éste es un objetivo relevante o muy importante, frente a un 3,6% que lo califica de escasamente relevante o poco importante. En el lado opuesto se halla el objetivo "aumento en el valor de las acciones y de los dividendos" para el que un 53,8% de la muestra manifestó considerarlo nada importante o de escasa relevancia, y tan solo un 21,6% lo consideró un objetivo relevante o muy importante.

Nuestros resultados muestran una preocupación relativamente baja de las empresas riojanas por los objetivos referentes a la rentabilidad de las inversiones y la maximización del valor de la empresa para el accionista, frente a la importancia concedida a la expansión del negocio y el crecimiento de los beneficios.

Por otra parte, parece sorprendente que más del 45% de los encuestados no conceden suficiente importancia al objetivo de disminuir los riesgos empresariales aprovechando las ventajas de la diversificación (el 45,3% de la muestra contestó que este es un objetivo nada importante o de escasa relevancia). Debemos tener en cuenta, sin embargo, que la muestra está compuesta fundamentalmente por empresas de tamaño pequeño y mediano (el 95,5% de la muestra son pequeñas y/o medianas empresas), lo que sin duda significa la existencia de un elevado potencial de expansión, junto al deseo de concentrarse en el negocio que se conoce y la ausencia de una "urgente" necesidad de diversificar las actividades de la empresa.

TABLA Nº 2. DISTRIBUCIÓN DE FRECUENCIAS PARA CADA UNO DE LOS OBJETIVOS PLANTEADOS POR LA EMPRESA.

OBJETIVO		%	% AC.
ENTRADAS NETAS DE DINERO	NADA IMPORTANTE	24,7	24,7
	DE ESCASA RELEVANCIA	23,7	48,5
	DE CIERTA RELEVANCIA	28,9	77,3
	BASTANTE RELEVANTE	13,4	90,7
	MUY IMPORTANTE	9,3	100
CRECIMIENTO DE BENEFICIOS	NADA IMPORTANTE	1,0	1,0
	DE ESCASA RELEVANCIA	13,6	14,6
	DE CIERTA RELEVANCIA	17,5	32,0
	BASTANTE RELEVANTE	29,1	61,2
	MUY IMPORTANTE	38,8	100
CRECIMIENTO CUOTA MERCADO	NADA IMPORTANTE	1,0	1,0
	DE ESCASA RELEVANCIA	5,9	6,9
	DE CIERTA RELEVANCIA	28,7	35,6
	BASTANTE RELEVANTE	40,6	76,2
	MUY IMPORTANTE	23,8	100

OBJETIVO		%	% Ac.
EXPANSIÓN DEL NEGOCIO	DE ESCASA RELEVANCIA	3,6	3,6
	DE CIERTA RELEVANCIA	18,0	21,6
	BASTANTE RELEVANTE	38,7	60,4
	MUY IMPORTANTE	39,6	100
REDUCCIÓN DE RIESGO EMPRESA	NADA IMPORTANTE	12,6	12,6
	DE ESCASA RELEVANCIA	32,6	45,3
	DE CIERTA RELEVANCIA	28,4	73,7
	BASTANTE RELEVANTE	15,8	89,5
	MUY IMPORTANTE	10,5	100
AUMENTO VALOR ACCIONES	NADA IMPORTANTE	28,0	28,0
	DE ESCASA RELEVANCIA	25,8	53,8
	DE CIERTA RELEVANCIA	24,7	78,5
	BASTANTE RELEVANTE	15,1	93,5
	MUY IMPORTANTE	6,5	100

3.1.2. Método de Selección de Inversiones Utilizado

En nuestro estudio se pidió a cada encuestado que evaluase el grado de utilización de los métodos de selección de inversión señalados (VAN, TIR, Periodo de Recuperación, Tasa de Rendimiento Contable y Métodos no Financieros⁵) para cada uno de los tres tipos de inversión siguientes: (a) proyectos de reemplazamiento; (b) proyectos de expansión basados en productos existentes; y (c) proyectos de expansión basados en nuevos productos.

La inclusión de estos tres tipos de inversión se realizó con un doble objetivo. Por una parte, se pretendía comprobar la importancia relativa de cada método, dado un tipo de inversión concreto y, por otra, se intentaba analizar el impacto que el grado de incertidumbre sobre la obtención de los flujos netos de caja (distinta en cada uno de los tres tipos de proyectos valorados) puede tener en el uso de uno u otro método de selección de inversiones.

Para responder al primer interrogante, dada un tipo de inversión concreta, ¿qué método de selección de proyectos de inversión es usado más frecuentemente y es más importante?, utilizamos el análisis de varianza de Kruskal-Wallis. Los resultados de dicho análisis se muestran en las tablas nº 3, 4 y 5.

Tal y como sugieren los p-valores asociados a los correspondientes estadísticos de contraste (p-valores < 0,05), para un nivel de significación del 5%, puede asegurarse que las diferencias observadas entre las cinco medias de rangos son estadísticamente significativas. Esto es, aunque el patrón de comportamiento es similar en los tres tipos de inversión, cada uno de los métodos juega un papel diferente en la evaluación de proyectos de inversión alternativos.

TABLA Nº 3. ANÁLISIS DE VARIANZA DE KRUSKAL-WALLIS PARA LA VARIABLE PROYECTOS DE REPOSICIÓN EN LOS GRUPOS ESTABLECIDOS POR LOS VALORES DE LA VARIABLE MÉTODO DE SELECCIÓN DE INVERSIONES.

MÉTODO DE SELECCIÓN DE INVERSIONES	RANGO PROMEDIO
VALOR ACTUAL NETO	167,99
TIPO INTERNO DE RENDIMIENTO	191,72
PLAZO DE RECUPERACIÓN	239,77
TASA DE RENDIMIENTO CONTABLE	150,10
MÉTODOS NO FINANCIEROS	240,69
ESTADÍSTICO DE CONTRASTE: CHI-CUADRADO: 42,859 GL.: 4 SIG. ASINTÓT. : ,000	

⁵ Aunque no existe una definición consensuada sobre qué debemos entender por estos métodos, aparecidos recientemente en la literatura, se refieren a formas de evaluación de proyectos de inversión en las cuales la empresa tiene en consideración de forma explícita aspectos no puramente financieros del proyecto de inversión, que no pueden ser tenidos fácilmente en cuenta en los métodos financieros tradicionales, tales como consideraciones estratégicas, flexibilidad futura y crecimiento potencial, competencia presente y futura, etc. (Ver, p.e., Hertenstein (1989); Myers (1989); Proctor (1992); Shapiro (1986); Weston y Copeland (1992); Ross, Wesfield y Jordan (1996)).

TABLA Nº 4. ANÁLISIS DE VARIANZA DE KRUSKAL-WALLIS PARA LA VARIABLE PROYECTOS DE EXPANSIÓN CON PRODUCTOS EXISTENTES EN LOS GRUPOS ESTABLECIDOS POR LOS VALORES DE LA VARIABLE MÉTODO DE SELECCIÓN DE INVERSIONES.

MÉTODO DE SELECCIÓN DE INVERSIONES	RANGO PROMEDIO
VALOR ACTUAL NETO	147,39
TIPO INTERNO DE RENDIMIENTO	163,15
PLAZO DE RECUPERACIÓN	206,33
TASA DE RENDIMIENTO CONTABLE	142,70
MÉTODOS NO FINANCIEROS	227,74
ESTADÍSTICO DE CONTRASTE: CHI-CUADRADO: 41,508 GL.: 4 SIG. ASINTÓT. : ,000	

TABLA Nº 5. ANÁLISIS DE VARIANZA DE KRUSKAL-WALLIS PARA LA VARIABLE PROYECTOS DE EXPANSIÓN CON PRODUCTOS NUEVOS EN LOS GRUPOS ESTABLECIDOS POR LOS VALORES DE LA VARIABLE MÉTODO DE SELECCIÓN DE INVERSIONES.

MÉTODO DE SELECCIÓN DE INVERSIONES	RANGO PROMEDIO
VALOR ACTUAL NETO	138,39
TIPO INTERNO DE RENDIMIENTO	153,76
PLAZO DE RECUPERACIÓN	185,77
TASA DE RENDIMIENTO CONTABLE	124,38
MÉTODOS NO FINANCIEROS	218,65
ESTADÍSTICO DE CONTRASTE: CHI-CUADRADO: 46,807 GL.: 4 SIG. ASINTÓT. : ,000	

En los tres tipos de inversión, los métodos no financieros se revelan como los más importantes y utilizados, por delante de los métodos financieros tradicionales. Sin embargo, cuando se trata de decidir sobre la oportunidad o no de proyectos de renovación, el plazo de recuperación se muestra casi tan importante como los métodos no financieros.

Si nos ceñimos a los métodos de carácter financiero, con independencia del tipo de proyecto valorado, la tasa de rendimiento contable es la menos utilizada, siendo el plazo de recuperación el que se considera más adecuado. Por otra parte, entre los métodos basados en flujos netos de caja descontados, la utilización del Tipo Interno de Rendimiento se revela como más significativa que la del Valor Actual Neto.

Estos resultados, no coincidentes en su totalidad con los hallados en otros estudios empíricos⁶, revelan que las empresas riojanas valoran muy positivamente los métodos de selección de inversiones que pretenden también tener en consideración los aspectos no puramente financieros del proyecto de inversión. Sin embargo, no deja de ser sorprendente que junto a este resultado aparezca la utilización de un método de selección de inversiones aproximado (el Plazo de Recuperación) por encima de la hecha de los métodos del VAN y TIR.

Hace algún tiempo que la literatura financiera viene reconociendo que la superioridad de los métodos de valoración de inversiones basados en flujos netos de caja descontados, frente a los métodos denominados aproximados, depende, entre otras cosas, de la fiabilidad en la previsión de los flujos netos de caja del proyecto en cuestión⁷. Así, a medida que la incertidumbre sobre los flujos netos de caja crece, los métodos basados en flujos netos de caja descontados (VAN, TIR, etc.) suelen considerarse menos útiles.

Basándose en este razonamiento, la teoría sugiere que el VAN y el TIR tendrán más importancia en las inversiones de reemplazamiento que en las de expansión basadas en productos existentes; y en éstas más que en las de expansión basadas en productos nuevos. Y esto porque la estimación de los flujos netos de caja es más sencilla en los proyectos de reemplazamiento, puesto que se dispone de suficientes datos históricos (basados en la inversión antigua). En el otro extremo, como consecuencia del escaso conocimiento previo sobre el nuevo producto, los flujos netos de caja más difíciles de prever serán los referidos a los de los proyectos de expansión basados en productos nuevos.

Por otra parte, por su papel de “proveedores” de información acerca de factores menos tangibles tales como vínculos estratégicos, implicaciones de calidad, flexibilidad y crecimiento potencial, etc., los métodos no financieros han recibido últimamente bastante atención en la literatura financiera⁸. Al tener

6 Ver, p.e., Chen (1995).

7 Ver, p.e., Mensah y Miranti (1989).

8 Ver, p.e., Larcker (1991) y Mensah y Miranti (1989).

formalmente en cuenta estos factores, se espera que los denominados métodos no financieros recojan mejor las ventajas competitivas del proyecto, hecho que los métodos tradicionales basados en flujos netos de caja descontados no tienen en consideración. Puesto que las inversiones de expansión basadas en productos nuevos parecen poseer más factores intangibles que las inversiones de expansión basadas en productos existentes, y éstas más que las inversiones de reemplazamiento, cabría esperar una relación positiva entre el número de factores intangibles que incorpora el proyecto y la mayor utilización de los métodos no financieros.

Tal y como puede observarse en las tablas nº 6, 7, 8, 9 y 10, la evidencia empírica no permite confirmar, para las empresas riojanas, los razonamientos teóricos precedentes. En el análisis de varianza de Kruskal-Wallis, el p-valor asociado a los estadísticos de contraste es en todos los casos muy elevado (>0,368), lo cual supone que no es posible rechazar las hipótesis nulas planteadas a un nivel de significación del 5%. En otras palabras, no es posible asegurar que las empresas riojanas utilizan más un método de selección de inversiones u otro, dependiendo del grado de incertidumbre asociado a los flujos netos de caja o a los elementos intangibles del proyecto de inversión a valorar. Más bien parece que una vez decidido el método más interesante (porque se conoce mejor, porque es más cómodo, porque ha dado mejores resultados en el pasado, etc.), éste es usado para valorar cualquier tipo de inversión.

TABLA Nº 6. ANÁLISIS DE VARIANZA DE KRUSKAL-WALLIS PARA LA VARIABLE INCERTIDUMBRE DE LOS FLUJOS NETOS DE CAJA EN LOS GRUPOS ESTABLECIDOS POR LOS VALORES DE LA VARIABLE VALOR ACUTAL NETO.

MÉTODO DE SELECCIÓN DE INVERSIONES	RANGO PROMEDIO
VALOR ACTUAL NETO (PROYECTOS REPOSICIÓN)	103,02
VALOR ACTUAL NETO (PROYECTOS EXP. PTOS. EXISTENTES)	98,31
VALOR ACTUAL NETO (PROYECTOS EXP. PTOS. NUEVOS)	104,88
ESTADÍSTICO DE CONTRASTE: CHI-CUADRADO: 0,462 GL.: 2	SIG. ASINTÓT. : ,794

TABLA Nº 7. ANÁLISIS DE VARIANZA DE KRUSKAL-WALLIS PARA LA VARIABLE INCERTIDUMBRE DE LOS FLUJOS NETOS DE CAJA EN LOS GRUPOS ESTABLECIDOS POR LOS VALORES DE LA VARIABLE TIPO INTERNO DE RENDIMIENTO.

MÉTODO DE SELECCIÓN DE INVERSIONES	RANGO PROMEDIO
TIPO INTERNO DE RENDIMIENTO (PROYECTOS REPOSICIÓN)	106,82
TIPO INTERNO DE RENDIMIENTO (PROY. EXP. PTOS. EXISTEN.)	97,49
TIPO INTERNO DE RENDIMIENTO (PROY. EXP. PTOS. NUEVOS)	106,00
ESTADÍSTICO DE CONTRASTE: CHI-CUADRADO: 1,108 GL.: 2	SIG. ASINTÓT. : ,575

TABLA Nº 8. ANÁLISIS DE VARIANZA DE KRUSKAL-WALLIS PARA LA VARIABLE INCERTIDUMBRE DE LOS FLUJOS NETOS DE CAJA EN LOS GRUPOS ESTABLECIDOS POR LOS VALORES DE LA VARIABLE PLAZO DE RECUPERACIÓN.

MÉTODO DE SELECCIÓN DE INVERSIONES	RANGO PROMEDIO
PLAZO DE RECUPERACIÓN (PROYECTOS REPOSICIÓN)	122,85
PLAZO DE RECUPERACIÓN (PROYECT. EXP. PTOS. EXISTENTES)	112,40
PLAZO DE RECUPERACIÓN (PROYECTOS EXP. PTOS. NUEVOS)	114,45
ESTADÍSTICO DE CONTRASTE: CHI-CUADRADO: 1,208 GL.: 2	SIG. ASINTÓT. : ,547

TABLA Nº 9. ANÁLISIS DE VARIANZA DE KRUSKAL-WALLIS PARA LA VARIABLE INCERTIDUMBRE DE LOS FLUJOS NETOS DE CAJA EN LOS GRUPOS ESTABLECIDOS POR LOS VALORES DE LA VARIABLE TASA DE RENDIMIENTO COTABLE.

MÉTODO DE SELECCIÓN DE INVERSIONES	RANGO PROMEDIO
TASA DE RENDIMIENTO CONTABLE (PROYECT. REPOSICIÓN)	99,65
TASA DE RENDIMIENTO CONTABLE (PROY. EXP. PTOS. EXIS.)	100,26
TASA DE RENDIMIENTO CONTABLE (PR. EXP. PTOS. NVOS.)	100,14
ESTADÍSTICO DE CONTRASTE: CHI-CUADRADO: 0,005 GL.: 2	SIG. ASINTÓT. : ,998

TABLA Nº 10. ANÁLISIS DE VARIANZA DE KRUSKAL-WALLIS PARA LA VARIABLE INCERTIDUMBRE DE LOS FLUJOS NETOS DE CAJA EN LOS GRUPOS ESTABLECIDOS POR LOS VALORES DE LA VARIABLE MÉTODOS NO FINANCIEROS.

MÉTODO DE SELECCIÓN DE INVERSIONES	RANGO PROMEDIO
TCAS. NO FINANC. (PROYECTOS REPOSICIÓN)	122,61
TCAS. NO FINANC. (PROYECTOS EXP. PTOS. EXISTENTES)	126,08
TCAS. NO FINANC. (PROYECTOS EXP. PTOS. NUEVOS)	137,45
ESTADÍSTICO DE CONTRASTE: CHI-CUADRADO: 2,000	GL.: 2
	SIG. ASINTÓT. : ,368

3.2.- FUENTES DE FINANCIACIÓN

3.2.1. Fuentes de Financiación Utilizadas

El estudio de los datos obtenidos en la 2ª parte de la encuesta, sobre la clase y frecuencia de utilización de las fuentes de financiación a corto plazo (ver tabla nº 11), pone de manifiesto que para más del 79% de las empresas es escaso y/o de poca importancia el uso del descuento bancario de letras sin contrato previo en su financiación a corto, hecho que contrasta con la importancia y el empleo habitual que se hace del descuento a *for-fait* (más del 50% de las empresas encuestadas consideran esta fuente de financiación bastante importante o muy relevante).

Como cabía esperar, más del 65% de las empresas encuestadas reconocen la utilización de líneas de crédito bancarias y le asignan un peso importante como fuente de financiación a corto plazo. Los préstamos bancarios a corto plazo desempeñan también un papel importante, aunque en menor proporción.

En cuanto a la ampliación del plazo de pago a los proveedores de materias primas y de inmovilizado, el 64,9% de los encuestados manifestó que esta práctica o no se utiliza nunca o se hace en muy pocas ocasiones. En este mismo sentido se expresa más del 66% de la muestra, respecto a la reducción del plazo de crédito a los clientes. La razón de estos resultados se halla, propablemente, en que la escasa dimensión de la empresa impide la imposición de determinadas condiciones a los clientes y/o suministradores al formalizar las operaciones.

Las formulas de financiación a corto plazo menos utilizadas por las empresas encuestadas fueron la emisión de pagarés y el *factoring* (el 87,2% y 78,8% respectivamente declaran no haberlas utilizado nunca), hecho que se debe, de nuevo, a la reducida dimensión de la mayoría de las empresas.

TABLA Nº 11. UTILIZACIÓN DE FUENTES DE FINANCIACIÓN A CORTO PLAZO.

RESULTADOS	DESCUENTBANCARIO	DESC. BANC. FOR-FAIT	FACTORING	LÍNEA CRÉDITO	PRÉSTAMO A C/P	PAGARÉS	Δ PLAZO. PROVEED.	∇ PLAZO CLIENTES
NADA IMPORTANTE	62,6%	18,1%	78,8%	20,0%	36,7%	87,2%	44,0%	50,5%
DE ESCASA RELEVANCIA	16,5%	6,7%	8,2%	14,7%	21,4%	5,8%	20,9%	16,1%
DE CIERTA RELEVANCIA	5,5%	5,7%	4,7%	18,9%	21,4%	2,3%	22,0%	23,7%
BASTANTE RELEVANTE	5,5%	19,0%	7,1%	26,3%	16,3%	3,5%	5,5%	6,5%
MUY IMPORTANTE	9,9%	50,5%	1,2%	20,0%	4,1%	1,2%	7,7%	3,2%
MEDIA	1,8352	3,7714	1,4353	3,1158	2,2959	1,2558	2,1209	1,9570
DESV. TÍP.	1,3355	1,5582	0,9568	1,4207	1,2370	0,7698	1,2546	1,1413

En lo que se refiere al tipo y frecuencia de utilización de las fuentes de financiación a medio y largo plazo (ver tabla nº 12), los resultados indican que existe una clara preferencia hacia el empleo de préstamos a tipo de interés variable frente a la utilización de préstamos a tipo de interés fijo. El 37,7% de las empresas señalan que los préstamos a tipo flotante los usa frecuentemente y que es una fuente de financiación relevante para su empresa, frente al 56,8% que manifiesta no utilizar nunca los préstamos a tipo de interés fijo o el 70,4% que considera estos de escasa o poca relevancia.

Otros mecanismos de financiación a medio y largo plazo mayoritariamente utilizados son la autofinanciación (el 62,1% de los encuestados declara que lo ha empleado habitualmente durante los últimos años y que le confiere gran relevancia) y el leasing financiero (el 76,2% indica que lo ha utilizado alguna vez, y el 39,6% manifiesta que lo ha utilizado frecuentemente y que resulta bastante relevante en su financiación empresarial a medio y largo plazo). Por el contrario, la emisión de obligaciones, la financiación a

través de Sociedades de Garantía Recíproca y de Sociedades de Capital Riesgo son fórmulas de endeudamiento que prácticamente no utilizan las empresas de nuestra comunidad. Así, respectivamente, el 97,6%, 97,6% y 96,3% de los encuestados declaran que nunca las han utilizado.

Además, cabe destacar que el 72% de las empresas encuestadas manifestó que su empresa no ha realizado, con objeto de captar fondos, ampliaciones de capital en los últimos años.

TABLA Nº 12. UTILIZACIÓN DE FUENTES FINANCIERAS A MEDIO Y LARGO PLAZO.

RESULTADOS.	PREST. T/I FIJO.	PREST. T/I VARIABLE.	LEASING FINANCIERO	EMISIÓN OBLIGAC.	FINANC. S.G.R.	FINANC. S.C.R.	AUTOFIN.	AMPLIAC. CAPITAL
NADA IMPORTANTE	56,8%	34,7%	23,8%	97,6%	97,6%	96,3%	10,7%	54,9%
DE ESCASA RELEVANCIA	13,6%	9,2%	14,9%	1,2%	2,4%	1,2%	7,8%	17,1%
DE CIERTA RELEVANCIA	14,8%	18,4%	21,8%			2,5%	19,4%	14,6%
BASTANTE RELEVANTE	9,1%	21,4%	26,7%	1,2%			30,1%	9,8%
MUY IMPORTANTE	5,7%	16,3%	12,9%				32,0%	3,7%
MEDIA	1,9318	2,7551	2,9010	1,0482	1,0244	1,0617	3,6505	1,9024
DESV. TÍP.	1,2667	1,5200	1,3748	0,3458	0,1552	0,3296	1,2964	1,1927

3.2.2. Factores Guía en la Elección de Financiación

Conocida la importancia relativa de cada fuente de financiación en la composición del pasivo de las empresas industriales Riojanas, nos preguntamos cuáles son los factores que guían la elección del endeudamiento a tipo de interés fijo o variable. A este respecto los datos, que figuran en la tabla nº 13, revelan que el elemento más importante a tener en consideración es la economicidad y el grado de competencia que posee el tipo de financiación a su formalización, según las condiciones que aparecen en el contrato, frente a opciones alternativas. Además, la evolución prevista de los movimientos de tipos de interés apuntada por los analistas financieros (para el 71,9% de los encuestados este es un factor que posee un grado de importancia que se sitúa entre “de cierta relevancia y muy importante”) influye más que la indicada por la propia dirección (para el 65,5% de los encuestados este es un factor que posee un grado de importancia que se sitúa entre “de cierta relevancia y muy importante”). También cabe destacar el escaso valor asignado a los consejos proporcionados por la entidad financiera con la que formalizan sus operaciones (para el 49,4% de la muestra son poco o nada importantes), y a la exposición al riesgo de interés interna que soporta la empresa (sólo un 12,7% de los encuestados consideran éste un factor importante o muy importante).

Estos resultados, además de mostrar la clara desconfianza en los consejos proporcionados por las entidades financieras (probablemente basada en la creencia de que éstas actúan fundamentalmente movidas por el propio interés), podrían ser un síntoma del escaso conocimiento de la realidad financiera de la propia empresa.

Sin embargo, y aunque el 85,5% de los encuestados indica la escasa importancia de solicitar préstamos a tipo fijo, para no exponer a la empresa adicionalmente a las variaciones de tipos de interés del mercado, debemos interpretar este dato bajo el criterio de oportunidad; esto es, en el momento y dentro del contexto en el que se realizaba nuestra encuesta, con un entorno caracterizado en nuestro país por una tendencia a la reducción de los tipos de interés y su convergencia con los tipos europeos.

TABLA Nº 13.. FACTORES QUE DETERMINAN LA CLASE DE ENDEUDAMIENTO (A TIPO DE INTERÉS FIJO O VARIABLE) QUE UTILIZA LA EMPRESA

RESULTADOS	CONSEJOS ENTIDAD	PREVIS. ANALISTAS	PREVIS. DIRECCIÓN	EXPOSIC. RIESGO T/I	FINANC. ECONÓM.	NO EXPOSIC. RIESGO
NADA IMPORTANTE	32,2%	12,4%	20,2%	42,3%	19,1%	71,1%
DE ESCASA RELEVANCIA	17,2%	15,7%	14,3%	19,7%	12,4%	14,5%
DE CIERTA RELEVANCIA	31,0%	22,5%	22,6%	25,4%	19,1%	9,2%
BASTANTE RELEVANTE	13,8%	39,3%	33,3%	11,3%	32,6%	2,6%

RESULTADOS	CONSEJOS ENTIDAD	PREVIS. ANALISTAS	PREVIS. DIRECCIÓN	EXPOSIC. RIESGO T/I	FINANC. ECONÓM.	NO EXPOSIC. RIESGO
MUY IMPORTANTE	5,7%	10,1%	9,5%	1,4%	16,9%	2,6%
MEDIA	2,4368	3,1910	2,9762	2,0986	3,1573	1,5132
DESV. TÍP.	1,2361	1,1954	1,2985	1,1232	1,3726	0,9591

En los préstamos a tipo de interés variable, el 44,9% de los encuestados indicaba que las entidades financieras con las que operaban prácticamente fijaban de forma unilateral el índice a aplicar y el plazo de referencia del mismo (ver tabla nº 14). Este hecho es muy común en aquellas empresas que tienen una dimensión reducida, las cuales poseen escaso poder de negociación con las entidades.

En la misma línea, a la hora de decidir el índice a aplicar para determinar los flujos variables y el plazo de referencia del mismo, el 54,6% de la muestra manifestaba que dicha actividad le correspondía habitualmente al departamento financiero de la empresa, en función de las líneas internas diseñadas en la organización; el 28,6% asumía que pedía consejo a un asesor financiero y el 22,2% manifestaba confiar frecuentemente en los consejos que le proporciona las entidades financieras con las que trabaja.

TABLA Nº 14. FACTORES QUE INFLUYEN EN LAS DECISIONES SOBRE EL ÍNDICE Y EL PLAZO DE REFERENCIA DE LOS PRÉSTAMOS A TIPO DE INTERÉS VARIABLE.

RESULTADOS	NO CRITERIOS, FIJADOS POR BANCO	CONSEJOS ENTIDAD FINANCIERA	RECOMENDAC. ASESOR FINANC.	DEPARTAMENTO FINANCIERO
NADA IMPORTANTE	44,9%	23,6%	36,4%	29,0%
DE ESCASA RELEVANCIA	10,1%	26,4%	22,1%	4,3%
DE CIERTA RELEVANCIA	13,0%	27,8%	13,0%	13,0%
BASTANTE RELEVANTE	18,8%	11,1%	11,7%	29,0%
MUY IMPORTANTE	13,0%	11,1%	16,9%	24,6%
MEDIA	2,4493	2,5972	2,5065	3,1594
DESV. TÍPICA	1,5295	1,2744	1,5011	1,5776

A la pregunta de si a lo largo de la vida de su empresa se habían enfrentado a la necesidad de reestructurar o modificar la composición de sus fuentes de financiación ajenas, más de las 2/3 partes de los encuestados indicaron que no. Quienes señalaron haber afrontado una modificación de su endeudamiento reconocen, mayoritariamente, haber optado por formalizar nuevos préstamos y cancelar los existentes previamente (80%), o intentar captar fondos por otras vías de financiación alternativas a la prevista (61,3%); sin embargo, el 65,5% de la muestra nunca había utilizado y/o considera de escaso interés la formalización de operaciones de signo opuesto con el fin de compensar parcialmente la exposición existente (ver tabla nº 15).

TABLA Nº 15. MECANISMOS EMPLEADOS Y OPERACIONES EN LAS QUE SE HAN BASADO LA REESTRUCTURACIÓN DEL PASIVO.

RESULTADOS	FORMALIZACIÓN NUEVO PRÉSTAMO	FORMALIZACIÓN OP. SIGNO OPUEST.	CAPTACIÓN OTRAS VÍAS FINANC
NADA IMPORTANTE	8,6%	55,2%	29,0%
DE ESCASA RELEVANCIA	11,4%	10,3%	9,7%
DE CIERTA RELEVANCIA	14,3%	13,8%	25,8%
BASTANTE RELEVANTE	28,6%	13,8%	16,1%
MUY IMPORTANTE	37,1%	6,9%	19,4%
MEDIA/DESV. TIP.	3,7429/1,3138	2,0690/1,3870	2,8710/1,4998

3.3.- INCIDENCIA DEL TAMAÑO DE LA EMPRESA Y EL NIVEL DE ESTUDIOS ALCANZADO POR EL DECISOR SOBRE LAS PRÁCTICAS DE GESTIÓN FINANCIERAS UTILIZADAS.

Analizado el comportamiento de las empresas de nuestra muestra respecto a las decisiones de inversión-financiación, nos pareció interesante comprobar si existe una relación estadísticamente significativa

tiva entre el tamaño de la empresa y dichas decisiones; o entre éstas y el nivel de estudios del decisor⁹. Para ello realizamos dos análisis de varianza. En el primero la variable independiente fue el tamaño de la empresa y las variables dependientes las representadas en cada uno de los ítems del cuestionario. En el segundo, con idénticas variables dependientes que en el primero, la variable independiente fue el nivel de estudios del sujeto decisor.

Los resultados más interesantes de estos análisis han sido recogidos en las tablas nº 16 y 17. De su observación se desprende que:

- 1.- Como fuente de financiación a corto plazo, las empresas medianas, seguidas de las pequeñas, son las que más utilizan el descuento bancario de letras a un tanto *for-fait* previamente acordado.
- 2.- La importancia de los préstamos a corto plazo y el leasing como fuentes de financiación a corto y largo plazo, respectivamente, es mayor en las empresas pequeñas que en las medianas, y en éstas más que en las grandes.
- 3.- Existe una relación estadísticamente significativa entre el tamaño de la empresa y la confianza en los consejos proporcionados por los asesores financieros. Más concretamente, los datos muestran que las empresas pequeñas y grandes son las que más siguen este tipo de consejos, cuando se trata de fijar los parámetros relevantes de un préstamo a tipo de interés variable.
- 4.- Existe una relación directa entre el nivel de estudios del decisor y algunas de las causas en las que se basa la modalidad de endeudamiento escogido por la empresa. Esto es, cuanto mayor es el nivel de estudios del sujeto, en mayor medida basa el endeudamiento a tipo de interés fijo o variable en la evolución prevista de los tipos de interés apuntada por los analistas financieros o por la dirección de la empresa.
- 5.- Los sujetos con un nivel de estudios equivalente al bachiller superior son quienes más utilizan los servicios de un asesor financiero a la hora de fijar los elementos más significativos de los préstamos a tipo de interés variable.

9 El 7% de los sujetos que contestaron la encuesta ha realizado estudios primarios, el 33,3% formación profesional o bachiller superior, el 7% iniciaron estudios universitarios pero no los concluyeron, y el 52,6% poseen estudios universitarios finalizados.

TABLA Nº 16. ANOVA DE UN FACTOR. VARIABLE INDEPENDIENTE TAMAÑO DE LA EMPRESA (1 INDICA: GRANDE, 2: MEDIANA Y 3: PEQUEÑA); VARIABLES DEPENDIENTES : DFORFAIT. (DESCUENTO BANCARIO A TIPO FORFAIT), PRESCP (PRÉSTAMOS A CORTO PLAZO); LEASING Y ASESOR (CONSEJO DE UN ASESOR FINANCIERO).

Descriptivos				Prueba Homogeneización de la Varianza				ANOVA					
Submuestra	N	Media	Desv. Tip.	Estadíst. Levene	gl1	gl2	Sig.	Fuente	Suma Cuadrados	gl	Media Cuadrática	F	Sig.
DFORFAIT 1	4	2,5000	1,2910	2,536	2	98	0,084	Intergrupos	14,878	2	7,439	3,213	0,045
DFORFAIT 2	71	4,0000	1,4541					Intragrupos	226,885	98	2,315		
DFORFAIT 3	26	3,3462	1,7191					Total	241,762	100			
TOTAL	101	3,7723	1,5549										
PRESCP 1	4	1,5000	0,5774	1,384	2	92	0,256	Intergrupos	9,125	2	4,562	3,118	0,049
PRESCP 2	64	2,1563	1,2372					Intragrupos	134,623	92	1,463		
PRESCP 3	27	2,7407	1,1959					Total	143,747	94			
TOTAL	95	2,2947	1,2366										
LEASING 1	4	2,2500	1,2583	1,209	2	94	0,303	Intergrupos	17,916	2	8,958	5,281	0,007
LEASING 2	66	2,5909	1,3356					Intragrupos	159,445	94	1,696		
LEASING 3	27	3,5185	1,2207					Total	177,361	96			
TOTAL	97	2,8351	1,3592										
ASESOR 1	3	3,0000	2,0000	2,297	2	72	0,108	Intergrupos	19,609	2	9,804	4,937	0,010
ASESOR 2	49	2,0816	1,2721					Intragrupos	142,978	72	1,986		
ASESOR 3	23	3,1739	1,6139					Total	162,587	74			
TOTAL	75	2,4533	1,4823										

TABLA Nº 17. ANOVA DE UN FACTOR. VARIABLE INDEPENDIENTE ESTUDIOS DEL SUJETO (CORRESPONDE 1: ESTUDIOS PRIMARIOS, 2: ... Y 4: ESTUDIOS UNIVERSITARIOS); VARIABLES DEPENDIENTES : EVOLUCIÓN (EVOLUCIÓN PREVISTA DE LOS MOVIMIENTOS DE LOS T/I QUE APUNTAN LOS ANALISTAS FINANCIEROS); TENDENCIA (TENDENCIA ESPERADA EN LAS VARIACIONES DE LOS T/I POR PARTE DE LA DIRECCIÓN) Y ASESOR (SE PIDE CONSEJO A UN ASESOR PARA FIJAR LOS PARÁMETROS DEL PRÉSTAMO A T/I VARIABLE).

Descriptivos				Prueba Homogeneización de la Varianza				ANOVA					
Submuestra	N	Media	Desv. Tip.	Estadíst. Levene	gl1	gl2	Sig.	Fuente	Suma Cuadrados	gl	Media Cuadrática	F	Sig.
EVOLUCIÓN 1	6	2,0000	1,2649	0,942	3	84	0,424	Intergrupos	17,616	3	5,872	4,776	0,004
EVOLUCIÓN 2	26	2,8846	1,2434					Intragrupos	103,281	84	1,230		
EVOLUCIÓN 3	5	3,0000	1,0000					Total	120,898	87			
EVOLUCIÓN 4	51	3,5490	1,0259										
TOTAL	88	3,2159	1,1788										
TENDENCIA 1	6	1,5000	0,8367	0,932	3	79	0,429	Intergrupos	25,480	3	8,493	5,911	0,001
TENDENCIA 2	24	2,5417	1,2847					Intragrupos	113,508	79	1,437		
TENDENCIA 3	5	3,2000	1,3038					Total	138,988	82			
TENDENCIA 4	48	3,3750	1,1783										
TOTAL	83	2,9880	1,3019										
ASESOR 1	6	2,3333	1,6330	2,642	3	72	0,056	Intergrupos	21,346	3	7,115	3,470	0,020
ASESOR 2	25	3,2000	1,6330					Intragrupos	147,641	72	2,051		
ASESOR 3	6	2,6667	1,5055					Total	168,987	75			
ASESOR 4	39	2,0256	1,2458										
TOTAL	76	2,4868	1,5011										

4.- CONCLUSIONES

Partiendo del hecho de que más del 95% de las empresas de la muestra son de tamaño medio o pequeño, lo que podría significar la existencia de un elevado potencial de expansión, junto al deseo de concentrarse en el negocio que se conoce y la ausencia de una "urgente" necesidad de diversificar las actividades de la empresa, del análisis de los resultados creemos que pueden extraerse al menos cinco conclusiones interesantes:

1.- Las empresas riojanas muestran una preocupación relativamente baja por el objetivo referente a maximización del valor de la empresa para el accionista, frente a la importancia concedida a la expansión del negocio y el crecimiento de los beneficios.

2.- Con independencia del tipo de proyecto de inversión a valorar (de reposición o expansión), las empresas riojanas prefieren utilizar, con objeto de decidir sobre su oportunidad o no, el método del plazo de recuperación antes que el del VAN o el TIR. Este hecho, que contrasta con los resultados obtenidos en otras investigaciones, parece indicar la primacía del criterio de liquidez sobre el de rentabilidad. Además, debemos tener en cuenta que las empresas de la muestra manifiestan utilizar fundamentalmente métodos de selección de inversiones que consideran no sólo aspectos puramente financieros del proyecto

a valorar; lo cual no deja de ser un contrasentido, puesto que la decisión propuesta por éstos métodos suele basarse en corregir los valores de los flujos netos de caja descontados para recoger aspectos estratégicos, relativos al crecimiento, flexibilidad, etc., del proyecto.

En nuestra opinión, esta contradicción puede tener una doble interpretación: (a) la formulación del ítem relativo a los métodos no financieros es incorrecta y ha provocado una interpretación errónea; (b) la preocupación de las empresas por decidir sobre la oportunidad o no de un proyecto de inversión, considerando aspectos no sólo financieros del proyecto, les lleva a utilizar criterios que consideran correctos y que podrían definirse como "puramente subjetivos".

3.- De acuerdo con la Teoría Financiera, la importancia de cada fuente financiera en el pasivo de la empresa va a depender, entre otras cosas, del equilibrio entre tres elementos: su economicidad, su oportunidad y el deseo de conseguir o conservar una estructura financiera óptima. Nuestros resultados apuntan en este sentido. Como era de esperar, las necesidades financieras a corto plazo son cubiertas mediante la utilización del descuento a *forfait*, seguido del uso de las líneas de crédito y los préstamos bancarios. Por el contrario, apenas se utilizan los pagarés o la modificación en el plazo de pago a proveedores. En esta misma línea, probablemente por considerarlo de coste alto, se mueve la utilización del *factoring*.

Tampoco en lo referente a las fuentes de financiación empleadas a largo plazo caben destacar actuaciones diferentes a las esperadas. Como suponíamos, y claramente en relación con el tamaño de la empresa, la autofinanciación y el *leasing* financiero son las fuentes de las que más se valen las empresas de la muestra.

4.- Aunque las empresas riojanas parecen decantarse por la financiación a tipo fijo o variable en función de su precio, sin tener en cuenta la exposición al riesgo de interés que soporta la empresa, este resultado debe ser relativizado. Esto es, la mayor utilización de los préstamos a tipo de interés variable, frente a los de tipo fijo, basada en los consejos de los analistas financieros, debe de interpretarse dentro del contexto financiero existente en el momento de la realización de la encuesta¹⁰, caracterizado por una tendencia a la baja de los tipos de interés y una convergencia con los tipos europeos.

5.- Mientras que el tamaño de la empresa guarda una clara relación con la importancia que algunas fuentes financieras tienen en su estructura financiera, el nivel de estudios del decisor parece tener una mayor conexión con algunos de los parámetros utilizados para decidir sobre el tipo de pasivo.

5.- BIBLIOGRAFÍA

- ANTÓN, Y. (1998): "LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL". *ACTUALIDAD FINANCIERA*, Nº. MONOGRÁFICO, 1º TRIM., ENERO-MARZO, PP. 109-116.
- BADIOLA, E. (1997): "LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL". *ACTUALIDAD FINANCIERA*, Nº. MONOGRÁFICO, 1º TRIM., ENERO-MARZO, PP. 99-111.
- BERGES LOBERA, A. Y MARAVALL HERRERO F. (1985): "DECISIONES DE INVERSIÓN Y DECISIONES DE FINANCIACIÓN EN LA EMPRESA INDUSTRIAL ESPAÑOLA". *INVESTIGACIONES ECONÓMICAS*, Nº. 26, ENERO-ABRIL, PP. 5-20.
- BREALEY, R.A. Y MYERS, S. (1994): *FUNDAMENTOS DE FINANCIACIÓN EMPRESARIAL*. MCGRAW-HILL, MADRID.
- BREALEY, R.A., MYERS, S. Y MARCUS, A.J. (1996): *PRINCIPIOS DE DIRECCIÓN FINANCIERA*. MCGRAW-HILL, MADRID, CAP 8.
- CAMIÑAL, R. (1995): "EL PAPEL DE LAS RESTRICCIONES DE CRÉDITO Y LAS POLÍTICAS PÚBLICAS EN LA FINANCIACIÓN DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA". *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, Nº. 65, PP. 224-234.
- CASILDA BEJAR, R. (1992): "EL FINANCIAMIENTO DE LA PYME". *BOLETÍN ECONÓMICO DE INFORMACIÓN COMERCIAL*, Nº. 2336, PP. 3271-3278.
- CHEN, A. Y KIM, E. (1979): "THEORIES OF CORPORATE DEBT POLICY: A SYNTESIS". *JOURNAL OF FINANCE*, Nº. 34, MAY, PP. 371-384.
- CHEN, S. (1995): "AN EMPIRICAL EXAMINATION OF CAPITAL BUDGETING TECHNIQUES: IMPACT OF INVESTMENT TYPES AND FIRM CHARACTERISTICS". *THE ENGINEERING ECONOMIST*, WINTER, VOL 40, Nº 2, PP. 145-171.
- COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS (1993): *SOBRE LOS PROBLEMAS FINANCIEROS DE LAS PYMES*. COM 93, PP. 528 FINAL.
- CUERVO-ARANGO, C. (1986): "INVERSIÓN Y FINANCIACIÓN EN LA EMPRESA INDUSTRIAL ESPAÑOLA". *INVESTIGACIONES ECONÓMICAS*, (SEGUNDA ÉPOCA), SUPL., PP. 231-245.
- FARIÑAS, J.C.; CALVO, J.L.; JAUMANDREU, J.; LORENZO, Mª.J. Y DE LA IGLESIA, C. (1992): *LA PYME INDUSTRIAL EN ESPAÑA*. ED. CIVITAS, MADRID.
- FERRI, M.G. Y WESLEY, H.J. (1979): "DETERMINANTS OF FINANCIAL STRUCTURE: A NEW METHODOLOGICAL APPROACH". *THE JOURNAL OF FINANCE*, Nº. 3. VOL. 34, JUNE, PP. 209-227.
- FREIXAS, X. (1991): "EQUILIBRIO Y RACIONAMIENTO DEL MERCADO DE CRÉDITO". *CUADERNOS ECONÓMICOS DEL ICE*, Nº. 49, 91/3, PP. 223-235.
- HERTENSTEIN, J.H. (1989): "DESIGNING PROCEDURES TO DISCLOSE VALUE IN CAPITAL BUDGETING: A FIELD STUDY". WORKING PAPER PRESENTADO EN *THE INTERNATIONAL CONFERENCE ON RESEARCH IN MANAGEMENT CONTROL SYSTEMS*, JULY.

10 La encuesta se realizó entre marzo y junio de 1998.

- HILL, N.C. Y SARTORIS, W.L. (1988): *SHORT-TERM FINANCIAL MANAGEMENT*. MACMILLAN, NEW YORK.
- HUGHES, A. (1992): "THE PROBLEMS OF FINANCE FOR SMALLER BUSINESSES". SMALL BUSINESS RESEARCH CENTRE, WP Nº. 15, CAMBRIDGE UNIVERSITY, LONDON.
- KIM, S.H. Y FARRAGHER, E.J. (1981): "CURRENT CAPITAL BUDGETING PRACTICES". *MANAGEMENT ACCOUNTING*, JUNE, pp. 26-30.
- KIM, S.H., CRICK, T. (1986): "DO EXECUTIVE PRACTICE WHAT ACADEMICS PREACH?" *MANAGEMENT ACCOUNTING*, NOVEMBER, pp. 49-52.
- KLAMER, T., KOCH, B. Y WILNER, N. (1991): "CAPITAL BUDGETING PRACTICES: A SURVEY OF CORPORATE USE". *JOURNAL OF MANAGEMENT ACCOUNTING RESEARCH*, FALL, pp. 113-131.
- LAGO, M^o.J. (1999): "LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL". *ACTUALIDAD FINANCIERA*, Nº. MONOGRÁFICO, 1º TRIM., ENERO-MARZO, pp. 95-103.
- LARCKER, D.F. (1991): "THE PERCEIVED IMPORTANCE OF SELECTED INFORMATION CHARACTERISTICS FOR STRATEGIC CAPITAL BUDGETING DECISIONS". *THE ACCOUNTING REVIEW*, JULY, pp. 113-131.
- LÓPEZ GRACIA, J. (1996): "FINANCIACIÓN DE LAS PYMES EN LA COMUNIDAD VALENCIANA: ESTUDIO EMPÍRICO". *INSTITUTO VALENCIANO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS (IVIE)*, WP-EC 96-19, pp. 1-40.
- LÓPEZ GRACIA, J. Y ROMERO MARTÍNEZ, M. (1997): "ESTUDIO COMPARADO DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LA PYME EN LA UNIÓN EUROPEA". *ACTUALIDAD FINANCIERA*, Nº. 2, pp. 49-59.
- MAROTO ACÍN, J.A. (1997): "AHORRO EMPRESARIAL E INVERSIÓN". *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, NÚM. 70. PÁGS. 84-99.
- MARTÍN RODRÍGUEZ, M. (1995): "EL SISTEMA FINANCIERO Y LA FINANCIACIÓN DE LAS PYME". *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, Nº. 65, pp. 235-240.
- MCCABE, G. (1979): "THE EMPIRICAL RELATIONSHIP AND FINANCING: A NEW LOOK". *JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS*, Nº. 1, VOL. 14, MARCH, pp. 119-135.
- MENSAH, Y. M. Y MIRANTI, P.J. (1989): "CAPITAL EXPENDITURE ANALYSIS AND AUTOMATED MANUFACTURING SYSTEMS: A REVIEW AND SYNTHESIS". *JOURNAL OF ACCOUNTING LITERATURE*, VOL. 8, pp. 181-207.
- MUKHERJEE, T.K. (1987): "CAPITAL BUDGETING SURVEYS: THE PAST AND THE FUTURE". *REVIEW OF BUSINESS AND ECONOMICS RESEARCH*, SPRING, pp. 142-150.
- MYERS, S.C. (1989): "FINANCE THEORY AND FINANCE STRATEGY". *INTERFACES*, JANUARY-FEBRUARY, pp.126-137.
- OCAÑA, C.; SALAS, V. Y VALLÉS, J. (1994): "UN ANÁLISIS EMPÍRICO DE LA FINANCIACIÓN DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS". *MONEDA Y CRÉDITO*, Nº. 199, pp. 57.
- PROCTOR, M.D. Y CANADA, J.R. (1992): "PAST AND PRESENT METHODS OF MANUFACTURING INVESTMENT EVALUATION: A REVIEW OF THE EMPIRICAL AND THEORETICAL LITERATURE". *THE ENGINEERING ECONOMIST*, FALL, pp. 45-58.
- ROSS, S., WESTERFIEL, R. Y JORDAN, B. (1995): *FUNDAMENTOS DE FINANZAS CORPORATIVAS*. IRWIN, MADRID, CAPS. 7, 8 Y 9.
- SHAPIRO, A. (1986): "CORPORATE STRATEGY AND THE CAPITAL BUDGETING DECISION". *THE REVOLUTION CORPORATE FINANCE*. EDITADO POR STERN Y CHEW, BASIL BLACKWEL, 1986, pp. 37-51.
- STIGLITZ, J.E. Y WEISS, A. (1981): "CREDIT RATIONING IN MARKETS WITH IMPERFECT INFORMATION". *AMERICAN ECONOMIC REVIEW*, VOL. 73, pp. 309-410.
- STOREY, D.J. (1994): *UNDERSTANDING THE SMALL BUSINESS SECTOR*. ED. ROUTLEDGE.
- SUÁREZ SUÁREZ, A.S. (1988): *DECISIONES ÓPTIMAS DE INVERSIÓN Y FINANCIACIÓN EN LA EMPRESA*. ED. PIRÁMIDE, MADRID.
- TITMAN, S. Y WESSELS, R. (1988): "THE DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE CHOICE". *THE JOURNAL OF FINANCE*, Nº. 1, VOL. 43, MARCH, pp. 221-239.
- WESTON, J.F. Y COPELAND, T. E. (1992): *MANAGERIAL FINANCE*. DRIDEN PRESS, FLORIDA, CAP. 13.

ANEXO I: CUESTIONARIO SOBRE PRÁCTICAS FINANCIERAS REALIZADAS POR LAS EMPRESAS RIOJANAS.

Señale para cada una de las afirmaciones que aparecen a continuación la cifra que mejor recoge su opinión, según una escala graduada entre 1 y 5:

1 = Nunca/ nada importante
 2 = Alguna vez y de escasa relevancia
 3 = Alguna vez y resulta de cierta relevancia
 4 = Muchas veces y resulta bastante relevante
 5 = Habitualmente y es muy importante

1ª Parte: Decisiones de inversión

- En su opinión, el objetivo de las inversiones empresariales es generar:

1.- Entradas netas de dinero 1 2 3 4 5

2.- Crecimiento en los beneficios 1 2 3 4 5

- 3.- Crecimiento en la cuota de mercado 1 2 3 4 5
- 4.- Expansión del negocio 1 2 3 4 5
- 5.- Reducción del riesgo empresarial 1 2 3 4 5
- 6.- Aumento en el valor de las acciones y de los dividendos..... 1 2 3 4 5

• Las técnicas usadas para decidir sobre la conveniencia de un proyecto de inversión en estudio suelen dividirse en dos categorías: Técnicas Financieras y Técnicas no Financieras. Entre las técnicas "financieras", el Valor Actual Neto (VAN) y el Tipo Interno de Rendimiento (TIR) suelen ser denominadas técnicas basadas en flujos netos de caja descontados, mientras que el payback (plazo de recuperación) y la Tasa de Rendimiento Contable son dos ejemplos de técnicas financieras no basadas en flujos netos de caja descontados. Las "técnicas no financieras" incluyen consideraciones de la estrategia de la empresa, su potencial de crecimiento, etc..

La empresa, para tomar la decisión sobre la conveniencia o no del proyecto de inversión, puede usar solamente una técnica o puede utilizar una combinación de ellas.

Para tomar una decisión de inversión en los PROYECTOS DE RENOVACIÓN utiliza:

- 7.- El Valor Actual Neto..... 1 2 3 4 5
- 8.- El Tipo Interno de Rendimiento..... 1 2 3 4 5
- 9.- El Plazo de Recuperación 1 2 3 4 5
- 10.- La Tasa de Rendimiento Contable 1 2 3 4 5
- 11.- Las Técnicas no Financieras 1 2 3 4 5

Para tomar la decisión en los PROYECTOS DE EXPANSIÓN de los PRODUCTOS EXISTENTES, ¿qué utiliza usted?:

- 12.- El Valor Actual Neto..... 1 2 3 4 5
- 13.- El Tipo Interno de Rendimiento..... 1 2 3 4 5
- 14.- El Plazo de Recuperación 1 2 3 4 5
- 15.- La Tasa de Rendimiento Contable 1 2 3 4 5
- 16.- Las Técnicas no Financieras 1 2 3 4 5

Para tomarla en los PROYECTOS DE EXPANSIÓN de los NUEVOS PRODUCTOS utiliza:

- 17.- El Valor Actual Neto 1 2 3 4 5
- 18.- El Tipo Interno de Rendimiento..... 1 2 3 4 5
- 19.- El Plazo de Recuperación 1 2 3 4 5
- 20.- La Tasa de Rendimiento Contable 1 2 3 4 5
- 21.- Las Técnicas no Financieras 1 2 3 4 5

• Por favor, estime el % -por término medio- de las inversiones realizadas en los últimos cinco años que deberían ser clasificadas en cada una de las tres categorías siguientes:
 - Proyectos de reemplazamiento (renovación) _____

- Proyectos de expansión con productos ya existentes _____
- Proyectos de expansión con nuevos productos _____

TOTAL 100 %

2ª Parte: Fuentes de Financiación

• **En su empresa, ¿cuáles de las siguientes fuentes de financiación a CORTO PLAZO ha utilizado durante los últimos años y en qué grado?**

- 1.- Descuento bancario de letras de cambio sin contrato previo..... 1 2 3 4 5
- 2.- Descuento bancario de letras de cambio a un tanto *for-fait* previamente acordado..... 1 2 3 4 5
- 3.- Factoring (gestión de cuentas a cobrar) acordado con una entidad financiera especializada 1 2 3 4 5
- 4.- Línea de crédito 1 2 3 4 5
- 5.- Préstamos bancarios a corto plazo 1 2 3 4 5
- 6.- Emisión de pagarés 1 2 3 4 5
- 7.- Ampliación del plazo de pago a los proveedores de materias primas y de inmovilizado (formalización de planes integrados de pago)..... 1 2 3 4 5
- 8.- Reducción del plazo de crédito a los clientes..... 1 2 3 4 5

• **En su empresa, ¿cuáles de las siguientes fuentes de financiación a MEDIO Y LARGO PLAZO ha utilizado durante los últimos años y en qué grado?**

- 9.- Préstamos a tipo de interés fijo 1 2 3 4 5
- 10.- Préstamos a tipo de interés variable 1 2 3 4 5
- 11.- Leasing financiero 1 2 3 4 5
- 12.- Emisión de obligaciones 1 2 3 4 5
- 13.- Financiación obtenida a través de Sociedades de Garantía Recíproca..... 1 2 3 4 5
- 14.- Financiación obtenida a través de Sociedades de Capital-Riesgo 1 2 3 4 5
- 15.- Autofinanciación 1 2 3 4 5
- 16.- Ampliaciones de capital 1 2 3 4 5

• **La modalidad de endeudamiento (a tipo de interés fijo o variable) que escoge su empresa se basa en:**

- 17.- En los consejos que le proporciona la entidad con la que lo formaliza..... 1 2 3 4 5
- 18.- La evolución prevista de los movimientos de tipos de interés que apuntan los analistas financieros..... 1 2 3 4 5
- 19.- La tendencia esperada de las variaciones de tipos de interés por parte de la dirección 1 2 3 4 5
- 20.- La exposición al riesgo de interés interna que soporta la empresa 1 2 3 4 5
- 21.- Aquélla que es más barata en el momento de formalizarla, según las condiciones que aparecen en el contrato..... 1 2 3 4 5

22.- En no exponer a la empresa adicionalmente a las variaciones de tipos de interés del mercado, y para ello siempre se solicitan préstamos a interés fijo 1 2 3 4 5

(Si lo considera necesario puede añadir otras razones)

• **Si sus préstamos son a tipo de interés variable, ¿qué criterios utiliza para decidir el tipo de índice a aplicar, así como el plazo de referencia del mismo (por ejemplo, el MIBOR a 6 meses)?:**

23.- No se utilizan criterios, pues frecuentemente los fijan unilateralmente las entidades financieras con las que operamos 1 2 3 4 5

24.- Confío en los consejos que nos proporcionan las entidades financieras con las que trabajamos 1 2 3 4 5

25.- Se pide consejo a un asesor financiero 1 2 3 4 5

26.- El departamento financiero de la empresa indica el tipo variable a aplicar y el plazo al que debe hacer referencia, en función de las líneas internas diseñadas en la organización 1 2 3 4 5

(Si lo considera necesario puede añadir otros criterios)

27.- 1 2 3 4 5

• **¿A lo largo de la vida de su empresa se ha enfrentado a la necesidad de reestructurar o modificar la composición de sus fuentes de financiación ajenas?**

28.- 1 ----- 5

(Si su respuesta ha sido negativa, es decir, le asigna una valoración igual a 1, no conteste a la pregunta siguiente)

• **¿Qué mecanismos se han empleado y en qué tipo de operaciones o productos financieros se han basado?**

29.- Formalización de nuevos préstamos y cancelación de los existentes previamente 1 2 3 4 5

30.- Formalización de operaciones de signo opuesto con el fin de compensar parcialmente la exposición existente 1 2 3 4 5

31.- Captación por otras vías de la financiación prevista 1 2 3 4 5

(Si lo considera necesario puede añadir otros mecanismos)

32.- 1 2 3 4 5

33.- 1 2 3 4 5

3ª Parte: Información General

• **Por favor, defina su posición dentro de la empresa:**

- Puesto que ocupa:

- Número de años que lleva en su actual puesto:

- Estudios cursados (indique únicamente el nivel superior alcanzado):

(Señale con una X la respuesta que corresponda)

1.- Estudios Primarios/ Bachiller Elemental/ Graduado Escolar

2.- Formación Profesional/ Bachiller Superior

3.- Estudios Universitarios no finalizados

4.- Estudios Universitarios finalizados (Diplomado/ Licenciado)

• Señale el sector al que pertenece su empresa:.....

• Le importaría proporcionar los siguientes datos correspondientes al último ejercicio:
(Indique con una X el intervalo en el que se encuentre)

Volumen de negocio anual (en millones de ptas.)	Menos de 250	[250 - 600]	[601 - 2.400]	Más de 2.400
Total activo en el balance (en millones de ptas.)	Menos de 100	[100 - 300]	[301 - 1.200]	Más de 1.200
Nº medio de empleados	Menos de 10	[10 - 50]	[51 - 250]	Más de 250

• Por favor, defina aproximadamente la estructura financiera media que ha mantenido su empresa durante los últimos años:

% Recursos Propios

% Financiación ajena a largo plazo

% Financiación ajena a corto plazo

TOTAL 100%