

---

# *Tamaño, crecimiento y competitividad de las empresas vascas desde un punto de vista económico-financiero*

Este trabajo analiza una selección de indicadores económico-financieros asociados a la competitividad, mediante contrastes de diferencia de medias entre diferentes grupos de empresas según el tamaño y el crecimiento, en el País Vasco y en el resto de España. Para ello se utiliza la información de balances y cuentas de resultados de 275.065 empresas en 2008 y 2014. Los resultados indican que las empresas con mayor capacidad de crecimiento, son también las más competitivas en cuanto a la mejora o conservación de la rentabilidad durante el periodo de análisis. Asimismo, que las empresas que experimentan un crecimiento superior son, al igual que las empresas grandes, las que hacen un uso más eficiente de sus activos y tienen mejor capacidad para hacer frente a sus deudas. Los resultados confirman, además, que el peso de los activos financieros aumenta progresivamente con el tamaño de la empresa. Finalmente, las empresas con mayor capacidad de crecimiento se encuentran entre las más endeudadas al final del periodo de análisis.

*Lan honetan, aztergai hartzen da lehiakortasunarekin lotutako ekonomia- eta finantza-adierazleen hautaketa; horretarako, batezbestekoen diferentziaren kontrasteak erkatu dira enpresa-talde desberdinen artean, tamainaren eta hazkundearen arabera aukeratuta, Euskal Autonomia Erkidegoan eta Espainian ere bai. Besteak beste, 275.065 enpresaren balantze eta emaitzen kontuei buruzko informazioa erabili da, 2008 eta 2014 urteetarako. Emaitzek adierazten dute hazteko gaitasun handiena duten enpresak, lehiakorrenak ere badirela, errentagarritasuna hobetzeari edo kontserbatzeari dagokionez, aztertutako aldian. Halaber, hazkunde hobia duten enpresak, enpresa handiak bezala, aktiboen erabilera eraginkorragoa egiten dutenak eta zorrei aurre egiteko gaitasun hobia dutenak direla. Gainera, emaitzek berresten dute finantza-aktiboen pisuak gora egiten duela pixkanaka enpresa handitu ahala. Azkenik, zor gehien dituzten enpresen artean daude hazteko gaitasun handiena duten enpresak, aztertutako aldiaren amaieran.*

*This study analyses a selection of economic and financial indicators associated with competitiveness, by evaluating mean differences between groups of firms according to their size and growth in the Basque country and in the rest of Spain. To that end, information is used concerning the balance sheets and operating accounts of 275,065 firms for the financial years 2008 and 2014. The results show that, the firms with the greatest capability for growth are also the most competitive in terms of improving and maintaining profitability over the course of the period analysed. There is also evidence that it is the firms with the greatest growth and the largest firms that make the most efficient use of their assets and are best able to tackle their debts. Our results also confirm that the weight of financial assets increases gradually with company size. Finally, in line with their needs for additional funding, the firms with the greatest capability for growth are among the most heavily indebted at the end of the period analysed.*

---

**José Luis González Pernía**  
*Deusto Business School, Universidad de Deusto*

**Eduardo Sisti**  
**Ana Carmen Díaz Mendoza**  
*Orkestra - Instituto Vasco de Competitividad*

## Índice

---

1. Introducción
2. Competitividad empresarial desde un punto de vista económico-financiero
3. Datos y metodología
4. Resultados
5. Resumen y conclusiones

Referencias bibliográficas

Anexo

**Palabras clave:** Tamaño, crecimiento, inversión, endeudamiento, rentabilidad, competitividad empresarial.

**Keywords:** Size, growth, inversión, indebtedness, profitability, firm competitiveness.

**Nº de clasificación JEL:** G32, L11, L25.

---

## 1. INTRODUCCIÓN

La grave crisis iniciada en 2008 ha afectado sensiblemente a la economía española en múltiples direcciones, siendo una de ellas la incidencia sobre los niveles de competitividad de las empresas. En concreto, los análisis recientes han puesto de manifiesto que, en el caso del País Vasco, uno de los aspectos de la competitividad empresarial que se han visto más afectados en los últimos años es el que tiene que ver con los resultados de carácter económico-financiero (Navarro, 2015; Navarro, Guerrero, y González Pernía, 2015), cuya heterogeneidad entre empresas es todavía cuestión de debate hoy en día.

En la literatura existente se pueden observar al menos dos corrientes que intentan explicar por qué algunas empresas son más rentables – o competitivas – que otras. Una corriente se enmarca dentro de la literatura de organización industrial, y defiende que la habilidad de las empresas para generar mayores rendimientos depende principalmente del sector en el que estas compiten (McGahan y Porter, 1999;

---

McGahan y Victor, 2010; Porter, 1979; Schmalensee, 1985; Waring, 1996). La otra corriente, que se encuentra en la literatura de dirección estratégica, sostiene que las diferencias de rentabilidad entre empresas, incluso dentro de un mismo sector, se deben principalmente a los recursos, capacidades y conocimiento específicos de la empresa (Barney, 1991; Brush, Bromiley, y Hendrickx, 1999; Goddard, Tavakoli, y Wilson, 2009). Ambas corrientes han generado una distinción entre variables externas e internas de la empresa a la hora de analizar la competitividad, aunque la evidencia empírica sugiere que el efecto de las variables internas de la empresa es el que mayor poder de explicación tiene sobre el rendimiento empresarial (Goddard *et al.*, 2009). En sintonía con la importancia que tienen las variables internas, este trabajo intenta arrojar luz sobre la situación competitiva de las empresas vascas, en comparación con las del resto de España, mediante el análisis de una selección de ratios económico-financieras que guardan relación con la competitividad empresarial, poniendo énfasis en entender cómo la heterogeneidad entre empresas responde al tamaño y, por ende, a la capacidad de crecimiento.

El tamaño es citado habitualmente como una característica específica de la empresa que puede contribuir a su competitividad y que, por lo tanto, explica la heterogeneidad de resultados entre empresas.<sup>1</sup> Sin embargo, muchos de los argumentos que se utilizan para explicar el efecto del tamaño se basan en la intuición y son escasos los trabajos que analizan el vínculo entre el tamaño y la competitividad de las empresas, a la vez que son prácticamente inexistentes los análisis que comparan las diferencias competitivas entre empresas según su capacidad para crecer. Para paliar dicha carencia, el presente trabajo pretende contribuir a entender la relación entre tamaño, crecimiento y competitividad empresarial desde un punto de vista económico-financiero, utilizando para ello la información de balances y cuentas de resultados de los años 2008 y 2014 de 13.591 empresas del País Vasco y 261.474 empresas del resto de España, que suman una muestra total de 275.065 empresas. De los distintos aspectos económico-financieros fundamentales para la competitividad, el análisis se centra en las estructuras de inversión y de financiación, así como en la capacidad para generar resultados o rentabilidad. A su vez este análisis se complementa con la comparación de ratios analizadas entre diferentes grupos de empresa según el tamaño y el crecimiento experimentado entre 2008 y 2014, tanto en el País Vasco como en el resto de España.

Cabe destacar que este trabajo no pretende desvelar la relación de causalidad existente entre las variables analizadas, sino comprender e informar sobre la asociación que existe entre las empresas grandes (o pequeñas), empresas que crecen (o decrecen) y los diferentes perfiles competitivos desde el punto de vista económico-fi-

<sup>1</sup> En España se puede encontrar informes de distintas instituciones que abogan por la necesidad de aumentar el tamaño de las empresas con el fin de mejorar su competitividad. Véase, por ejemplo, Navarro *et al.* (2015); Consejo Empresarial para la Competitividad (2014) y Fundación BBVA-IVIE (2014).

nanciero. Se trata de un análisis que adquiere mayor relevancia en periodos de recesión, como el experimentado a partir de 2008 en el conjunto de España, en general, y posteriormente en el País Vasco, en particular. A este respecto, el acontecimiento de la crisis sirve a su vez para examinar su incidencia en el desempeño competitivo de las empresas.

La metodología empleada consiste en efectuar un contraste de medidas centrales de distribución de los indicadores económico-financieros seleccionados, comparando el País Vasco con el resto de España en los años 2008 y 2014 y considerando específicamente la incidencia de agrupaciones de tamaño empresarial y crecimiento de los ingresos de explotación. Para ello, se utilizan principalmente estadísticos de comparación de medias de tipo paramétrico (t-test / ANOVA) y no paramétrico (U Mann-Whitney test). Los resultados muestran la existencia de diferencias significativas entre las empresas, destacando que las empresas con mayor capacidad de crecimiento, independientemente de su tamaño, son también las más competitivas en cuanto a la mejora o conservación de la rentabilidad durante el periodo de análisis. Pero para que una empresa sea competitiva no basta con que sea rentable, y en consonancia con esta idea los resultados muestran que las empresas grandes junto con las que más crecen son también las que hacen un uso más eficiente de sus activos y tienen mejor capacidad para hacer frente a sus deudas. Otro hallazgo es que el peso de los activos financieros aumenta progresivamente con el tamaño de la empresa, aunque curiosamente no sucede lo mismo con la capacidad de crecimiento. Además, las empresas más endeudadas al final del periodo de análisis son las agrupadas en el cuartil superior de crecimiento, lo cual se explica por sus exigencias de financiación extra, característica que también se da en las empresas de tamaño micro.

La siguiente sección está dirigida a presentar una breve revisión de la literatura que indaga sobre la relación entre tamaño, crecimiento, y competitividad empresarial. Seguidamente, la tercera sección presenta la metodología que explica las fuentes de datos utilizadas, la selección de la muestra de análisis y la conformación de indicadores económico-financieros, así como las técnicas estadísticas utilizadas. Luego, la cuarta sección se dedica a la evaluación visual y estadística de los resultados de diferencias de medias entre 2008 y 2014 en el País Vasco y el resto de España, controlando por grupos de tamaño y crecimiento empresarial. Finalmente, se presentan las conclusiones del trabajo.

## **2. COMPETITIVIDAD EMPRESARIAL DESDE UN PUNTO DE VISTA ECONÓMICO-FINANCIERO**

De acuerdo a la literatura económica, la competitividad es un concepto amplio que abarca múltiples niveles y dimensiones (Garelli, 2014). Por un lado, la competitividad es multinivel porque puede estar vinculada al éxito de agentes económicos de distinta naturaleza, como un territorio, una organización o un individuo. Para

cada uno de estos niveles el éxito se mide de forma diferente. Por ejemplo, para un territorio el éxito se mide normalmente en términos de prosperidad y bienestar social; para una organización, en términos de rentabilidad sostenible; y para un individuo, en términos de condiciones de vida e incluso felicidad. Por otro lado, la competitividad es multidimensional porque su medición depende de distintos indicadores que requieren ser analizados conjuntamente y que difieren para cada nivel de análisis. Por ejemplo, se puede distinguir al menos tres tipos de dimensiones relacionadas con la medición de la competitividad. Sin que el orden suponga prioridad o importancia, la primera dimensión tiene que ver con los resultados u objetivos últimos que se persiguen mediante la ejecución de una estrategia competitiva; la segunda dimensión tiene que ver con la eficiencia o desempeño intermedio que se necesita para alcanzar los resultados u objetivos últimos; la tercera dimensión tiene que ver con la elección de recursos que actúan como determinantes o *inputs* del proceso competitivo y sobre los que los actores económicos tienen capacidad de decisión para actuar con el fin de mejorar el desempeño intermedio y los resultados últimos (Navarro, 2015; Navarro *et al.*, 2015). La interrelación conjunta de estas dimensiones viene a reflejar la competitividad como la capacidad de los agentes económicos de distintos niveles para gestionar los recursos que están a su disposición con el fin de alcanzar sus objetivos específicos.

Dado que este trabajo analiza la competitividad a nivel organizacional o empresarial, se entiende que la misma se relaciona con los recursos y capacidades con los que cuenta la empresa para obtener beneficios de forma sostenida en el tiempo. Si bien los recursos y capacidades de las empresas pueden ser muy variados, este trabajo se enfoca sólo en aquellos que son de carácter económico-financiero. Dentro de la organización, la función económico-financiera ayuda a dar respuesta a cuestiones que son clave para la consecución de una ventaja competitiva (Acosta Molina y Medina Hernández, 1999). Entre ellas, una cuestión tiene que ver con el tipo y volumen de inversión (operativa o financiera) que debe acometer la empresa para alcanzar los objetivos planteados; otra cuestión tiene que ver con el tipo y volumen de recursos de capital a los que la empresa debe recurrir para financiar sus inversiones; y una última cuestión tiene que ver con la medición de los beneficios resultantes de la estrategia de inversión y endeudamiento elegida por la empresa.

Estas cuestiones o aspectos económico-financieros guardan estrecha relación con las dimensiones de la competitividad antes mencionadas ya que los resultados u objetivos últimos de las empresas se materializan a través de la rentabilidad que se obtiene de los recursos para retribuir a los propietarios y acreedores. No en vano, son múltiples los análisis empíricos que analizan la rentabilidad como sinónimo de competitividad (Acosta Molina y Medina Hernández, 1999; Goddard *et al.*, 2009; Martínez Santa María, Charterina Abando, y Araujo de la Mata, 2010). Pero la rentabilidad empresarial como tal depende, por un lado, de aspectos económico-financieros que son determinantes del proceso competitivo, como las decisiones que la

empresa toma con respecto al origen y aplicación de los recursos a través de la composición del activo (inversión) y del pasivo (endeudamiento); y por otro lado, de aspectos económico-financieros que son reflejo de desempeño intermedio dentro del proceso competitivo, como la eficiencia con la que se usan los recursos para generar beneficios, así como la capacidad para devolver la deuda adquirida y cubrir sus costes (véase cuadro nº 1).

**Cuadro nº 1. ASPECTOS ECONÓMICO-FINANCIEROS ASOCIADOS A LAS DIMENSIONES DE LA COMPETITIVIDAD**

		Dimensiones de la competitividad		
		Factores determinantes	Desempeño intermedio	Resultados u objetivos últimos
Aspectos económico-financieros	Inversión	Decisiones sobre la estructura del activo	Eficiencia en el uso de los activos	
	Endeudamiento	Decisiones sobre la estructura del pasivo	Capacidad de devolución de la deuda	
	Rentabilidad			Obtención de beneficios sostenible en el tiempo

Fuente: Elaboración propia.

De esta manera, el estudio de la competitividad empresarial desde el punto de vista económico financiero pasa por el análisis de tres aspectos que están asociados a las dimensiones de la competitividad: la inversión, el endeudamiento y la rentabilidad. Cabe destacar que estos aspectos económico-financieros y su interrelación pueden variar de acuerdo a determinadas características de la empresa. Una característica relevante en este sentido es el tamaño de la empresa y, consecuentemente, también su capacidad para crecer y alcanzar una dimensión mayor.

### 2.1. **Tamaño, crecimiento y aspectos económico-financieros de la competitividad**

La literatura sostiene que los recursos y capacidades de las empresas, incluidos los económico-financieros, están influenciados por el tamaño empresarial, ya que las empresas grandes cuentan con un conjunto de recursos mayor que el que está a disposición de las empresas pequeñas, lo que les permite hacer frente a situaciones macroeconómicas desfavorables (Navarro *et al.*, 2015), desarrollar economías de escala (Hall y Weiss, 1967; Sánchez Ballesta y García Pérez de Lema, 2003), mejorar el

poder de mercado (Dean, Brown, y Bamford, 1998), acudir a mercados internacionales de ventas y financiación (Acedo Ramírez, Ayala Calvo, y Rodríguez Osés, 2005) o acometer nuevos proyectos innovadores con mayor garantía de éxito (Damanpour, 1991). Pero se cree que las empresas grandes no sólo cuentan con más recursos, sino que además tienen mayores capacidades que las hacen ser también productivas y por ende competitivas. Entre estas capacidades, las empresas de mayor tamaño suelen tener una gestión profesionalizada (Orser, Hogarth-Scott, y Riding, 2000), mientras que en las empresas pequeñas la gestión recae en un número limitado de personas, normalmente con capacidades de carácter generalista, que deben dedicarse a un sinfín de tareas que van más allá de la gestión. De esta manera, se espera de los gestores de empresas grandes una mayor habilidad para combinar recursos y capacidades con el fin diseñar e implementar estrategias y organizaciones competitivas. Por lo anterior, la competitividad está también estrechamente vinculada al crecimiento, ya que para alcanzar un mayor tamaño es necesario crecer. En consecuencia, desde distintos entes se sugiere a menudo que las empresas españolas necesitan ganar más dimensión empresarial para conseguir ser competitivas.<sup>2</sup>

Sin embargo, existen algunas ventajas asociadas a las empresas pequeñas que contrarrestan los inconvenientes de sus recursos limitados. A medida que crecen, las empresas se vuelven más burocráticas y generan inercias organizacionales (Hannan y Freeman, 1984), mientras que la flexibilidad derivada de la sencillez organizacional que caracteriza a las empresas pequeñas permite responder con mayor rapidez y capacidad de adaptación a los cambios (Fariñas y Martín Marcos, 2001; Fiegenbaum y Karnani, 1991). Asimismo, la estructura organizativa de las empresas pequeñas facilita que las personas dentro de la organización se identifiquen con el proyecto empresarial, a través de una cultura organizativa que puede contribuir a construir ventajas competitivas en la medida que sea única y diferenciada (Barney, 1986). Por otro lado, aunque crecer de manera rentable es la situación ideal más deseada por las empresas competitivas, no es fácil crecer y acumular beneficios al mismo tiempo. Algunas empresas pueden preferir concentrarse en generar beneficios sin hacer esfuerzos por crecer o incluso decreciendo (Fisher y White, 2000), mientras que otras pueden sacrificar la rentabilidad a corto plazo con el fin de crecer a largo plazo (Buckley, Pass, y Prescott, 1988). De esta manera, las empresas que crecen pueden parecer no competitivas en un momento determinado, si bien están construyendo ventajas competitivas de cara al futuro.

A la vista de los distintos argumentos expuestos en la literatura, a priori, resulta difícil afirmar que las grandes empresas tienen ventajas competitivas de manera consistente y generalizada sobre las pequeñas o viceversa. La existencia o ausencia de una relación dependerá del aspecto concreto de la competitividad que se desea someter a

<sup>2</sup> Por ejemplo, la creación de un mercado común europeo estuvo impulsada, entre otras cosas, por el convencimiento de que un mercado de mayor dimensión ayudaría a las empresas europeas a crecer y conseguir ventajas competitivas derivadas de un mayor tamaño (Navarro *et al.*, 2015).

estudio, y por ello conviene preguntarse: ¿cómo se pueden conectar el tamaño y crecimiento con los distintos aspectos económico-financieros de la competitividad? A continuación se discute brevemente la naturaleza de esta relación con el fin de explorar los posibles patrones que emergerán más adelante en el análisis de los datos.

### 2.1.1. *Influencia del tamaño y crecimiento en la estructura inversora*

Tal y como señalan Medina Hernández y Acosta Molina (1999, p. 58), «la composición de las inversiones y la eficiencia en su utilización, son factores de singular importancia en la determinación de la posición competitiva de la empresa». Las inversiones empresariales pueden destinarse, por un lado, a la adquisición de activos operacionales para la producción de bienes y servicios comercializados en el mercado; y por otro lado, a la adquisición de activos financieros no vinculados a las actividades ordinarias de generación de valor añadido como, por ejemplo, los derechos sobre activos de otras empresas o las inversiones puramente financieras que generan dividendos e intereses (Salas Fumás, 2013). La estructura inversora debe buscar un equilibrio entre ambos tipos de inversiones que contribuya a la construcción de la ventaja competitiva y este equilibrio debe ser coherente con el tamaño y crecimiento de la empresa.

Una ventaja asociada al tamaño de las empresas es la disponibilidad de recursos para promover nuevos proyectos de inversión, bien sea en forma de activos productivos o en forma de activos financieros. No obstante, es habitual que las inversiones de carácter financiero aumenten su peso relativo dentro de la composición del activo conforme aumenta el tamaño de la empresa, pues al aumentar de tamaño las empresas tienden a formar grupos empresariales dentro de los cuales las empresas grandes ejercen un papel relevante como financiadores de otras empresas del mismo grupo. De hecho, este comportamiento de inversión parece haber cobrado mayor fuerza entre las grandes empresas vascas durante el periodo de crisis (Navarro *et al.*, 2015).

Por el contrario, las empresas pequeñas disponen de menos recursos internos para invertir, especialmente en activos financieros desvinculados de sus actividades ordinarias de generación de valor añadido. En consecuencia, dentro de la estructura inversora de las empresas pequeñas, el peso de los activos operacionales sobre el total de activos suele ser relativamente mayor con respecto al que muestran las grandes empresas (Salas Fumás, 2013). A pesar de ello, las empresas pequeñas pueden mejorar su posición competitiva con respecto a las empresas grandes si invierten en activos operativos de contenido tecnológico orientados a mejorar su eficiencia con una mayor rotación o a diferenciarse para poder incrementar el margen comercial.

### 2.1.2. *Influencia del tamaño y crecimiento en la estructura de financiación*

La inversión empresarial depende de la disponibilidad de recursos internos pero también de la capacidad de endeudamiento. No obstante, debido a las imperfecciones de los mercados de capital, la posibilidad de acceso a financiación externa en

condiciones de costes, naturaleza y plazo favorables no es igual para todas las empresas. Un factor determinante que afecta al nivel de endeudamiento es el tamaño empresarial (Kurshev y Strebulaev, 2015). En este sentido, la evidencia empírica muestra que, en comparación con las pequeñas, las empresas de mayor tamaño hacen uso de un mayor apalancamiento tanto en Estados Unidos (Rajan y Zingales, 1995; Titman y Wessels, 1988) como en otros países (Booth, Aivazian, Demirguc-Kunt, y Maksimovic, 2001; Eriotis, Vasiliou, y Ventoura-Neokosmidi, 2007; Rajan y Zingales, 1995), incluido España (Maudos Villarroya y Fernández de Guevara Radoselovics, 2014).

Existen al menos dos razones que explican este comportamiento. Por un lado, en presencia de costes fijos asociados a financiación externa, las empresas grandes tienen un acceso relativamente más barato debido a su tamaño (Kurshev y Strebulaev, 2015). Por otro lado, la relación inversa entre tamaño y coste de endeudamiento se fundamenta también en la existencia de asimetrías de información, generadas por la opacidad informativa de las empresas pequeñas que normalmente están menos sometidas al escrutinio público, lo que les obliga a afrontar un coste del dinero superior y otras barreras que limitan sus oportunidades de endeudamiento y crecimiento (Vargas, 2015). En consecuencia, desde el punto de vista de la oferta de financiación, las empresas grandes son percibidas como menos volátiles que las pequeñas y por lo tanto menos propensas a fracasar (Calvo-Flores Segura, García Pérez de Lema, y Arques Pérez, 2000); por consiguiente, tienen un acceso a la financiación con menos barreras ya que resultan más atractivas.

Lo anterior permite afirmar que las empresas grandes son más propensas a diversificar sus fuentes de financiación recurriendo a fuentes externas, mientras que las empresas pequeñas, al tener menores oportunidades de acceso a la deuda, dependen en mayor proporción de los recursos propios para financiarse. Sin embargo, como sugiere Calvo-Flores Segura *et al.* (2000, p. 166), «el tamaño puede simplemente ser una consecuencia de la edad», de manera que con el paso de los años las empresas que son eficientes y sobreviven en el mercado experimentan un crecimiento que es indicativo de su consolidación. A su vez, las empresas que crecen pueden seguir un comportamiento jerárquico a la hora de financiarse, recurriendo prioritariamente al empleo de beneficios retenidos, seguidamente a la obtención de deuda y finalmente a las ampliaciones de capital (Michaelas, Chittenden, y Poutziouris, 1999). En estos casos, debido a la acumulación de beneficios retenidos, los fondos propios aumentan con la edad y, por ende, con el aumento de tamaño. Tanto Berger y Udell (1998) como Robb (Robb, 2002) encuentran evidencia de este comportamiento en Estados Unidos; mientras que, para el caso español, Sánchez Vidal y Martín Ugedo (2008) encuentran que el endeudamiento aumenta con el tamaño en las empresas jóvenes, pero disminuye en las empresas antiguas, ofreciendo así una evidencia no concluyente.

### 2.1.3. *Influencia del tamaño y crecimiento en la rentabilidad empresarial*

La rentabilidad es probablemente una de las medidas de éxito empresarial más tratadas en la literatura y, a menudo, se utiliza como aproximación de la competitividad (Acosta Molina y Medina Hernández, 1999; Goddard *et al.*, 2009; Jeng y Pak, 2016; Martínez Santa María *et al.*, 2010). Desde el punto de vista económico financiero, los patrones de inversión y endeudamiento asociados anteriormente al tamaño empresarial no justifican que, a priori, las empresas grandes tengan también probabilidad de ser más rentables que las pequeñas. Sin embargo, el principal argumento que sustenta la existencia de una relación positiva entre tamaño y rentabilidad, desde los primeros trabajos que analizan esta cuestión (Hall y Weiss, 1967), es que las grandes empresas tienen las mismas opciones que tienen las pequeñas pero, adicionalmente, pueden invertir en una escala que no es posible para las pequeñas empresas. De esta manera, con economías de escala, los costes incurridos en la generación de bienes y servicios son relativamente más bajos, lo que favorece a las grandes empresas para conseguir mayor rentabilidad que las pequeñas empresas. En coherencia con esta idea, son múltiples los autores que han aportado evidencia empírica a nivel internacional sobre la relación positiva entre tamaño empresarial y rentabilidad, entre ellos, Schmalensee (1989), Fiegenbaum y Karnini (1991), Serrasqueiro y Nunes (2008), Lee (2009), Asimakopoulos, Samita y Papadogonas (2009). En España también se puede encontrar evidencia al respecto, como la que aportan Calvo-Flores Segura *et al.* (2000) y Sánchez Ballesta y García Pérez de Lema (2003), por mencionar algunos ejemplos.

Aunque parezca intuitivo pensar que el crecimiento y la rentabilidad empresarial están conectados de manera generalizada gracias a las ventajas que supone el tamaño, hay algunas circunstancias por las que el hecho de ser más grande puede no ser necesariamente mejor a la hora de obtener beneficios. De lo contrario, las empresas pequeñas estarían destinadas a no ser rentables y desaparecer siempre, pero lo cierto es que las estadísticas del panorama internacional avalan que el peso de las pequeñas y medianas empresas (pymes) en el tejido empresarial es muy elevado.<sup>3</sup> De acuerdo a la literatura, la relación entre tamaño y rentabilidad podría ser negativa, por un lado, porque cuando se crece en exceso el tamaño conlleva también desventajas de escala que causan una disminución de la eficiencia y la rentabilidad a medida que la empresa se expande, como consecuencia de dificultades de comunicación interna, coordinación de un mayor número de actividades o aumento de la burocracia, contrastando así con la flexibilidad que caracteriza a las empresas pe-

<sup>3</sup> La Comunidad Autónoma del País Vasco (CAPV) no es una excepción a esta norma. Es conocido por muchos que en las últimas décadas cerca del 99% de las empresas vascas han sido –y a día de hoy siguen siendo– pymes según la información del Directorio de Actividades Económicas de Eustat. Los negocios lanzados por los emprendedores nacen dentro de esta categoría, en su mayoría con un tamaño promedio de 2-3 empleados de acuerdo a los informes del conocido proyecto Global Entrepreneurship Monitor (GEM) de la CAPV.

queñas (Fiegenbaum y Karnani, 1991). Por otro lado, el éxito competitivo puede medirse de distintas maneras y las ventajas competitivas no siempre se corresponden con desarrollo de las actividades que generan más renta, ya que, en ocasiones, las empresas deciden crecer y aumentar su tamaño en el mercado por medio de reducción de precios o asumiendo un incremento de costes que sacrifica la rentabilidad (Buckley *et al.*, 1988). En estos casos se justificaría que la relación entre tamaño y rentabilidad sea negativa, como sucede en los trabajos de Stekler (1963), Dhawan (2001) y Becker-Blease *et al.* (2010).<sup>4</sup>

### 3. DATOS Y METODOLOGÍA

#### 3.1. Descripción de la muestra

Los datos utilizados en este trabajo provienen de la base de datos del Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI), desarrollada por INFORMA D&B en colaboración con Bureau Van Dijk. Esta fuente recopila información económica y financiera proveniente de las cuentas anuales de más de un millón cuatrocientos cincuenta mil empresas domiciliadas en España, y posee la ventaja de disponer de datos relativamente recientes, así como de contar con una amplia cobertura de empresas.

En concreto, la información de las cuentas anuales utilizada corresponde a la actualización N° 2020 del mes de junio de 2016, y la muestra seleccionada sigue los criterios empleados por Fernández de Guevara Radoselovics (2014), según los cuales: (1) se excluye a las empresas con estados financieros consolidados, dejando sólo a las que tienen estados financieros individuales; (2) se incluye a las empresas que habiendo depositado cuentas anuales en el Registro Mercantil se encontraban económicamente activas en cualquiera de los años de análisis; (3) se incluye a las empresas que disponen de información sobre la actividad económica y que forman parte de la economía de mercado referida a las divisiones 01-82 de la clasificación CNAE-2009, excluyendo las empresas financieras agrupadas en las divisiones 64-66 y las sociedades «holding» del grupo sectorial 701; (4) se excluye a las empresas que no disponen de información completa sobre las variables necesarias para el análisis, que no cumplen con condiciones mínimas de fiabilidad<sup>5</sup> y que pudieran ser consideradas como atípicas<sup>6</sup>.

<sup>4</sup> En España, Acedo Ramírez *et al.* (2005) no encuentran una relación significativa entre tamaño y rentabilidad, pero ofrecen una revisión de la evidencia empírica sobre la rentabilidad de las empresas españolas según el tamaño mostrando trabajos con resultados mixtos.

<sup>5</sup> Como por ejemplo, empresas cuyos estados financieros presentan partidas desagregadas que al ser sumadas no coinciden con el total, que tienen un activo total nulo, ingresos de explotación inferiores o iguales a cero o que presentan un resultado del ejercicio dentro los recursos propios que no coincide con el que aparece en la cuenta de resultados.

<sup>6</sup> La cualidad de empresa atípica corresponde a aquellas para las que la participación de factores productivos en el coste total, el coste financiero medio, la rentabilidad sobre activo o la ratio de li-

Como resultado de este proceso de selección, la muestra resultante es de 361.403 observaciones que se reparten en 177.248 para el año 2008 y 184.155 para el año 2014, y que corresponden a 275.065 empresas distintas o casos únicos de las que 13.591 tienen sede en el País Vasco y 261.474 tienen sede en el resto de España (véase cuadro nº 2).

Cuadro nº 2. **MUESTRA POR TERRITORIO Y AÑO**

	País Vasco	Resto de España	Total
Casos únicos de empresa			
Disponible sólo 2008	4.198	86.712	90.910
Disponible sólo 2014	4.865	92.952	97.817
Disponible en ambos años	4.528	81.810	86.338
Total casos únicos de empresa	13.591	261.474	275.065
Observaciones de empresa / año			
Año 2008	8.726	168.522	177.248
Año 2014	9.393	174.762	184.155
Total observaciones de empresa / año	18.119	343.284	361.403

Fuente: Elaboración propia.

### 3.2. Definición de variables

El cuadro nº 3 presenta las variables seleccionadas para el análisis. Bajo el esquema conceptual adoptado en este trabajo, las variables empleadas, que se configuran a partir de la información proveniente de las cuentas anuales de las empresas, representan indicadores de inversión, endeudamiento y rentabilidad cuya naturaleza se asocia a las distintas dimensiones de la competitividad. En primer lugar, la estructura inversora, separada entre activos de operaciones y financieros, son factores determinantes de la competitividad por el hecho de que la empresa puede tomar decisiones sobre estas variables para mejorar su situación competitiva; lo mismo sucede con el endeudamiento en forma de porcentaje de deuda total sobre el activo total y el correspondiente coste del endeudamiento. En segundo lugar, el margen comercial y la rotación del activo son claramente indicadores de desempeño intermedio que reflejan la eficiencia en el uso de las inversiones y que afectan a los resultados últi-

quidez se encuentra fuera del intervalo comprendido entre el percentil 25 menos 1,5 veces el rango intercuartil y el percentil 75 más 1,5 veces el rango intercuartil de la variable en cuestión. Adicionalmente, se considera atípicas a las empresas que presentan el mismo criterio en el resto de indicadores analizados al observarse sesgos derivados de la influencia de valores extremos.

**Cuadro nº 3. VARIABLES DE INVERSIÓN, ENDEUDAMIENTO Y RENTABILIDAD SELECCIONADAS PARA EL ANÁLISIS**

Nombre de la variable	Estimación	Relación con la competitividad
<b>Inversión</b>		
Activos operacionales (%)	$\text{Activos de operaciones} / \text{Activo total} \times 100$	Determinante
Activos financieros (%)	$\text{Activos financieros} / \text{Activo total} \times 100$	Determinante
Margen comercial (%)	$\text{Resultado neto de explotación (RNE)} / \text{Cifra de negocios} \times 100$	Desempeño intermedio
Rotación del activo	$\text{Cifra de negocios} / \text{Activo total}$	Desempeño intermedio
<b>Endeudamiento</b>		
Deuda s/activo (%)	$(\text{Deuda financiera} + \text{deuda comercial}) / \text{Activo total} \times 100$	Determinante
Deuda s/VAB (%)	$(\text{Deuda financiera} + \text{deuda comercial}) / \text{Valor añadido bruto} \times 100$	Desempeño intermedio
Deuda/RNE	$(\text{Deuda financiera} + \text{deuda comercial}) / \text{RNE}$	Desempeño intermedio
Carga financiera	$\text{Gastos financieros} / (\text{RNE} + \text{Ingresos financieros})$	Desempeño intermedio
Coste del endeudamiento (%)	$\text{Intereses} / \text{Deuda financiera} \times 100$	Determinante
<b>Rentabilidad</b>		
ROA (%)	$\text{RNE} / \text{Activo total} \times 100$	Objetivo último
ROA de operaciones (%)	$\text{RNE} / \text{Activos de operaciones} \times 100$	Objetivo último
ROA financiero (%)	$\text{Ingresos financieros} / \text{Activos financieros} \times 100$	Objetivo último
ROE (%)	$\text{Resultado del ejercicio} / \text{Patrimonio neto} \times 100$	Objetivo último

Fuente: Elaboración propia a partir de Navarro (2015).

mos; mientras que la deuda en relación con el valor añadido y la deuda en relación con el resultado neto de explotación, así como también la carga financiera, constituyen mediciones de desempeño intermedio entendiendo que la capacidad de la empresa para devolver la deuda y hacer frente a sus costes puede afectar a la rentabilidad a la vez que depende de algunos determinantes. Finalmente, la rentabilidad del patrimonio o financiera (ROE) y la rentabilidad del activo o económica (ROA), esta última atribuible a los activos de operaciones o financieros, son un reflejo palpable de los resultados u objetivos últimos de la empresa.<sup>7</sup>

<sup>7</sup> La estimación de estas variables se hace conforme a la codificación de las partidas del balance y de la cuenta de resultados propuesta por Navarro (2015) y disponible en el Anexo.

Para analizar los indicadores seleccionados se comparan grupos de empresas según el tamaño y el crecimiento. Es común encontrar en la literatura trabajos que utilizan la cifra de negocios o los ingresos de explotación como medida de operatividad del tamaño y crecimiento de las empresas (Davidsson y Wiklund, 2006). El tamaño, y por consiguiente el crecimiento, en términos de ingresos de explotación tiene la virtud de reflejar cambios de la empresa a corto y largo plazo. Además, bajo una perspectiva de proceso, el tamaño y crecimiento de la empresa están impulsados por el aumento de la demanda de sus bienes y servicios, de manera que para que crezcan otras dimensiones de la empresa como el número de empleados o las inversiones en activos, es necesario que primero aumenten los ingresos. Como sugieren Davidsson y Wiklund (2006), no sólo es poco probable que sin un aumento de los ingresos pueda producirse un aumento de otras dimensiones, sino que a través de la externalización es posible incrementar los ingresos sin necesidad de invertir en nuevos recursos o contratar empleados adicionales. Por lo tanto, los ingresos de explotación constituyen una medida generalizable del tamaño y crecimiento, que no está afectada por el tipo de sector en el que se encuentra la empresa.

A efectos de este trabajo, el tamaño se mide en términos de ingresos de explotación según las recomendaciones de la Comisión Europea<sup>8</sup>: microempresas (hasta 2 millones de euros de ingresos de explotación), empresas pequeñas (hasta 10 millones de euros), empresas medianas (hasta 50 millones de euros) y empresas grandes (más de 50 millones de euros). Por su parte, las categorías de crecimiento se definen agrupando a las empresas en base al cuartil de la variación anualizada de los ingresos de explotación en que se encuentran; es decir, según la tasa de crecimiento anual compuesto (TCAC):

$$TCAC = \left( (y_{tn}/y_{t0})^{\frac{1}{tn-t0}} - 1 \right) \times 100$$

donde  $y_{tn}$  es nivel de ingresos de explotación al final del periodo (2014),  $y_{t0}$  es el nivel de ingresos al inicio del periodo (2008), y  $tn-t0$  es el número de años del periodo (6 años).<sup>9</sup>

Para asegurar que la variación corresponde a valores reales, los ingresos de explotación fueron ajustados a precios constantes del año 2008 con el deflactor del PIB calculado para cada comunidad autónoma y sector al nivel de agregación A10 de la clasificación CNAE 2009.

<sup>8</sup> Recomendación de la Comisión Europea 2003/361 de 6 de mayo de 2003.

<sup>9</sup> En este caso, se ha escogido de la muestra general a aquellas empresas para las que SABI tiene estados financieros en 2008 y 2014, incluyendo a aquellas empresas que, de acuerdo a los criterios de selección, no fueron excluidas del análisis en al menos uno de los dos años.

### 3.3. Método estadístico

El análisis empírico del presente trabajo se compone de dos comparaciones. Por un lado, se evalúan las diferencias en los valores promedios de las ratios económico-financieras seleccionadas, distinguiendo entre empresas con domicilio en el País Vasco y domicilio en el resto de España y entre los períodos 2008 y 2014, comparando por tramos de tamaño de empresa. Por otro lado, se realiza el mismo análisis, pero comparando por cuartiles de crecimiento.

La metodología de comparación se basa en un análisis estadístico de diferencia de medias que tiene dos dimensiones de análisis. En primer lugar, se compara el comportamiento en 2008 respecto al mostrado en 2014 en empresas del mismo tamaño (o del mismo cuartil de crecimiento, según corresponda) en un territorio. A su vez, se compararan para un mismo período y categoría de empresa las diferencias entre territorios (País Vasco vs. resto de España). En ambas configuraciones, las variables de comparación son dicotómicas; por ello, se efectúa el contraste de la hipótesis nula de «que no existen diferencias entre las medias» con las pruebas de *t* de Student y con la *U* de Mann-Whitney. La prueba *t* de Student es de tipo paramétrico y requiere que la distribución de la variable a analizar cumpla dos condiciones: normalidad y homocedasticidad (igualdad de varianzas). Para ello, en el primer caso se utilizan los test de Kolmogorov-Smirnov y la prueba de Levene para verificar el cumplimiento de estos supuestos (Pérez-López, 2005). A su vez, debido a la no normalidad en la distribución de algunos indicadores se incluye también la prueba no paramétrica *U* de Mann-Whitney. En segundo lugar, para cada período y ámbito territorial se verifica la validez estadística de la diferencia entre segmentos (tramos de tamaños o cuartiles de crecimiento según corresponda). Al disponer de segmentaciones de tamaño y de crecimiento que consideran más de dos categorías, el contraste de la hipótesis nula de que «no existen diferencias entre las medias de estas categorías» se realiza utilizando la prueba *F* de ANOVA y el *p*-valor de tendencia. En el caso del *p*-valor de tendencia, este se obtuvo mediante regresión OLS de cada indicador sobre una variable ordinal de tramos de tamaño o cuartiles de la variación de ingresos de explotación por territorio, según corresponda.

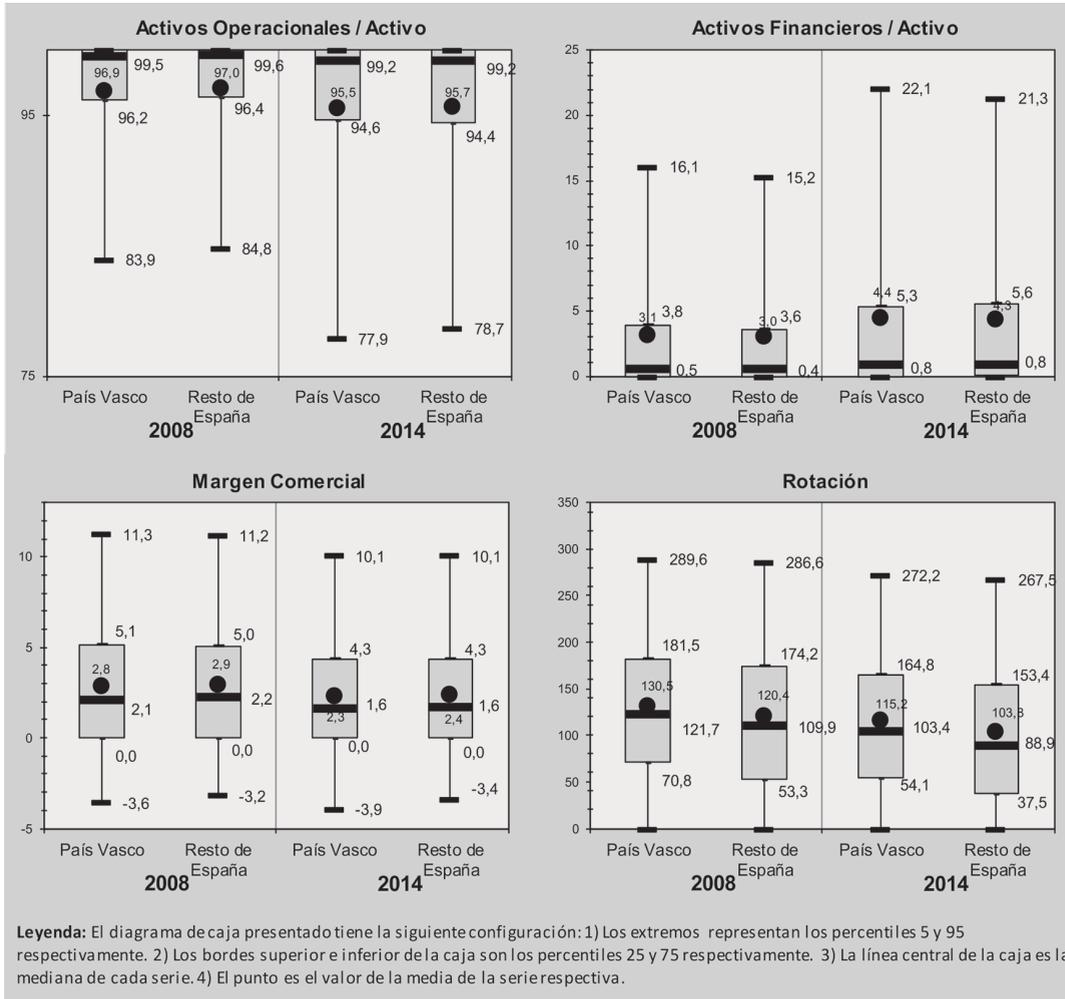
## 4. RESULTADOS

### 4.1. Evolución general de la inversión, el endeudamiento y la rentabilidad

En el gráfico nº 1 se observa la evolución de los indicadores de inversión seleccionados para el análisis. Se puede apreciar que la distribución de la composición de los activos, distinguiendo entre las inversiones operacionales y las financieras de acuerdo a la recomendación de Salas Fumás (2013), no muestra de manera general grandes diferencias entre las empresas del País Vasco y el resto de España. En ambos casos, se registra una disminución en la participación promedio de activos operacionales del año

2014 con respecto al 2008, lo que a su vez ha supuesto un aumento del peso de los activos financieros. Cabe destacar que la dispersión de estos indicadores se ensancha en 2014, al igual que lo hacen las diferencias entre los valores promedio y la mediana respectiva, evidenciando así una situación de aumento de la heterogeneidad entre las empresas en cuanto al porcentaje de activos operacionales y financieros. Por su parte, la evolución de los indicadores de eficiencia en el uso de los activos, esto es, el margen comercial y rotación del activo, registra una disminución esperable en las medidas de tendencia central entre 2008 y 2014, y una reducción en la dispersión de las distribuciones para 2014. En este caso, las empresas del País Vasco muestran una rotación del activo más alta que las del resto de España tanto en 2008 como en 2014.

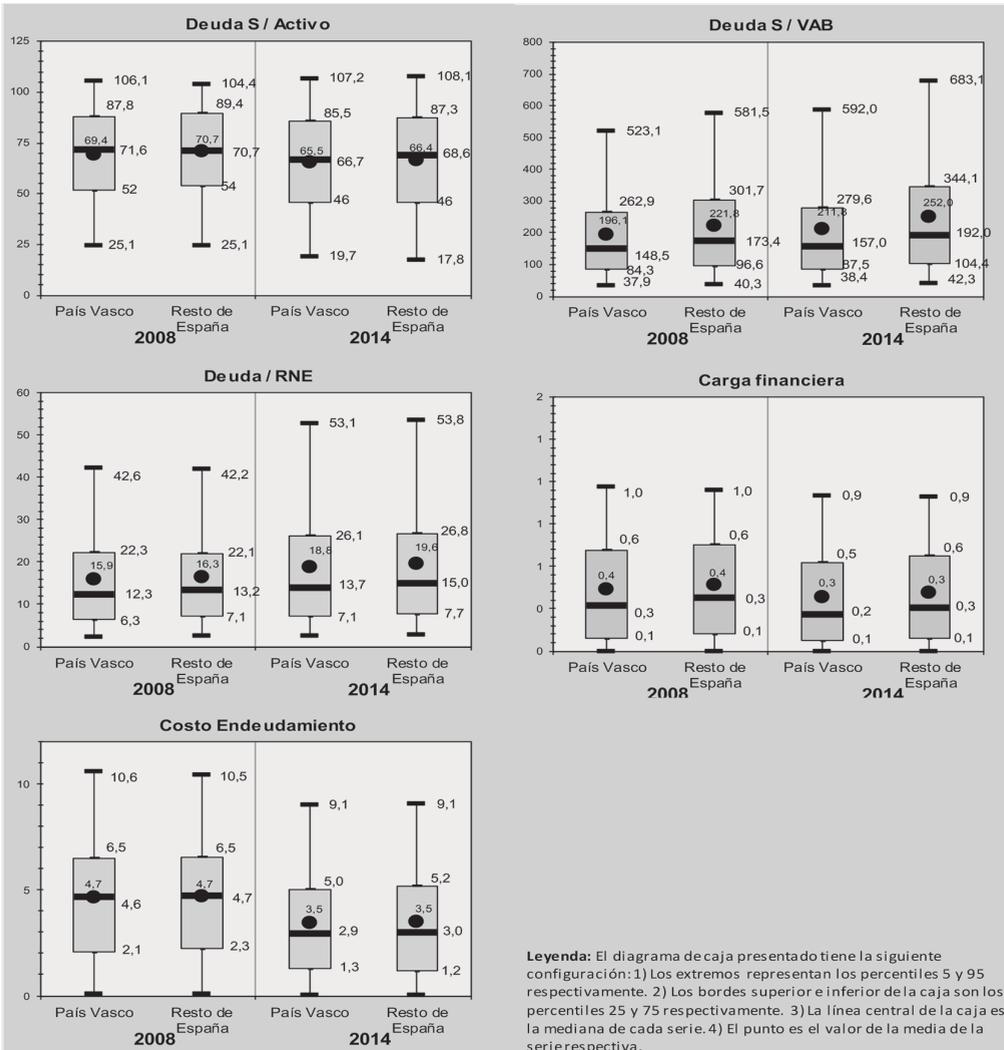
Gráfico nº 1. INDICADORES DE COMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS Y EFICIENCIA EN USO DE ACTIVOS



Fuente: Cálculos propios a partir de datos de SABI-Informa.

Por su parte, en el gráfico nº 2, los indicadores de endeudamiento considerados revelan la existencia de algunas diferencias entre las empresas del País Vasco y el resto de España, así como el aumento de la dispersión entre 2008 y 2014. Por ejemplo, los indicadores que relacionan la deuda con el nivel de activos muestran que las empresas

**Gráfico nº 2. INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO Y CAPACIDAD DE DEVOLUCIÓN DE LA DEUDA**

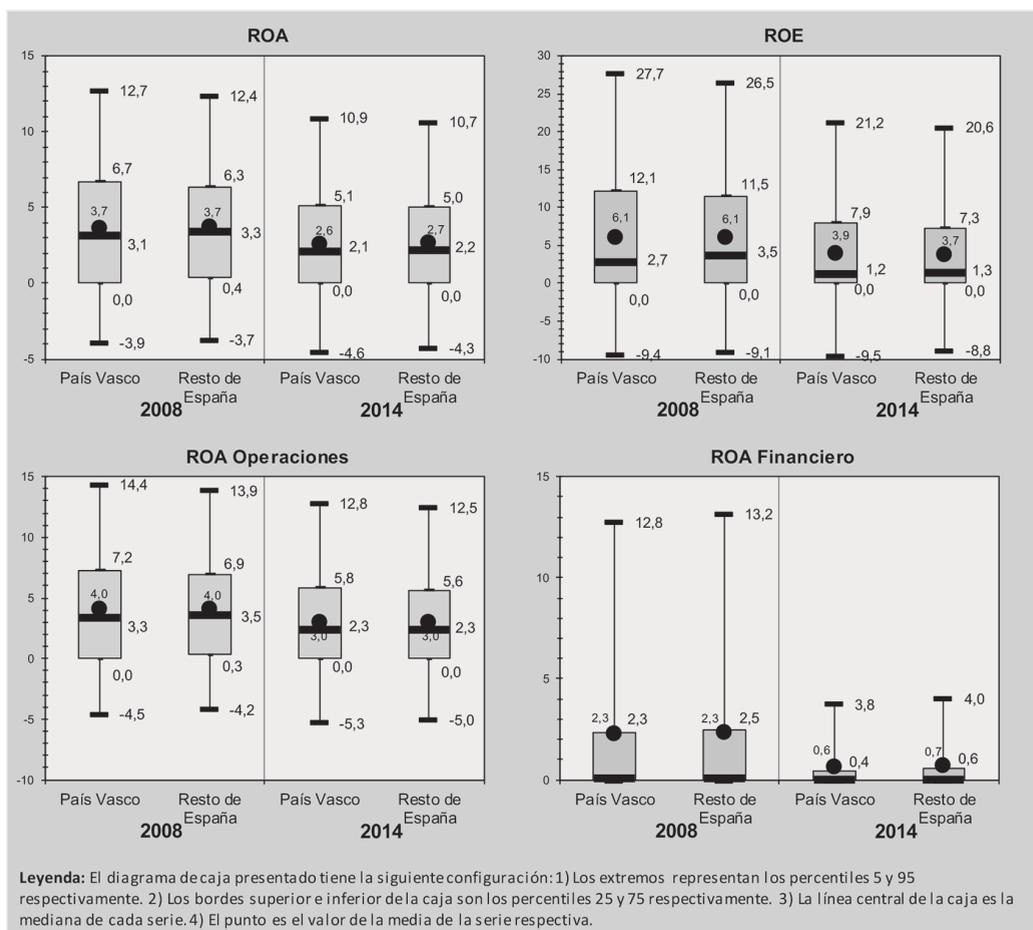


Fuente: Cálculos propios a partir de datos de SABI-Informa.

vascas tienen un menor endeudamiento que las del resto de España. A su vez, la capacidad de pago de las empresas representada por los ratios de deuda en relación con el valor agregado y el resultado neto de explotación, respectivamente, presentan un mejor posicionamiento promedio de las empresas vascas en el primero de ambos indica-

dores, aunque existe un deterioro y aumento de la dispersión en ambos indicadores tanto en el País Vasco como en el resto de España. En cambio, el indicador de carga financiera que pone los gastos financieros en relación con los resultados operativos más ingresos financieros no muestra diferencias entre País Vasco y el resto de España, aunque sí un deterioro general durante la crisis en los valores centrales del indicador. Finalmente, el coste del endeudamiento registra una reducción significativa como consecuencia de la evidente disminución de tipos de interés entre 2008 y 2014.

Gráfico nº 3. INDICADORES DE RENTABILIDAD ECONÓMICA Y FINANCIERA



Fuente: Cálculos propios a partir de datos de SABI-Informa.

La evolución mostrada en el gráfico nº 3 revela que entre 2008 y 2014 ha habido también una disminución esperable en las medidas de tendencia central de los indicadores de rentabilidad. A su vez, en el mismo periodo, se observa una reducción generalizada en la dispersión de las distribuciones de rentabilidad. En este sentido, destaca la notable disminución y el cambio en la distribución de la media del ROA

financiero de 2014 en comparación con 2008, año en que este indicador mostraba una elevada diferencia entre la media y la mediana y, por lo tanto, una amplia dispersión. Sin embargo, en general, no se observan grandes diferencias entre las empresas del País Vasco y del resto de España en cuanto a los valores promedio de ROE y ROA, ni tampoco se observan diferencias significativas cuando esta última ratio se distingue entre ROA de operaciones y ROA financiero para evitar la influencia que tiene el nivel de activos financieros en el balance (Salas Fumás, 2013).

Del examen visual de la evolución general de la inversión, el endeudamiento y la rentabilidad, se puede deducir la existencia de cambios notables entre 2008 y 2014 que afectan la posición competitiva media de las empresas desde el punto de vista económico-financiero. Además, se observa una gran dispersión en la distribución de las variables seleccionadas, dejando en evidencia la heterogeneidad de las empresas a nivel micro con respecto a la media a escala territorial. Por ello, se considera que con la incorporación de aspectos específicos de la empresa que determinan su comportamiento competitivo sería posible enriquecer el análisis. Tal y como se ha mencionado en la revisión de la literatura, un aspecto clave para analizar el desempeño empresarial es el tamaño. Por ello, a continuación se utiliza la categorización del tamaño según los ingresos de explotación para evaluar su incidencia.

#### 4.2. **Análisis según el tamaño de la empresa**

##### 4.2.1. *Diferencias de estructura inversora y eficiencia en el uso de los activos según el tamaño de la empresa*

El cuadro nº 4 compara las medias de los principales componentes del activo divididos entre operacionales y financieros. En coherencia con lo que dicta la literatura, tanto en el País Vasco como en el resto de España, al aumentar el tamaño de las empresas se reduce la proporción de activos operacionales y aumenta la proporción de activos financieros. A su vez, en cada tramo de tamaño y en cada territorio, las diferencias de medias entre 2008 y 2014 son estadísticamente significativas, confirmando así que durante la crisis ha habido una disminución del peso de la inversión operativa a favor de un aumento del peso de la inversión financiera, tanto en las empresas vascas como en las del resto de España. Por otra parte, considerando las diferencias entre territorios, en 2008 no parecía ser muy significativa la diferencia entre las empresas vascas y las del resto de España. Sin embargo, en 2014 se observa que la proporción de activos operacionales es significativamente mayor entre las empresas vascas de tamaño micro que entre sus equivalentes del resto de España, mientras que la participación en inversiones financieras es significativamente mayor entre las empresas vascas de tamaño mediano y grande que entre sus equivalentes del resto de España.

Al observar la evolución del margen comercial se registra una relación directa de esta ratio con el tamaño y una disminución del promedio entre 2008 y 2014 en todos los tramos de las empresas del País Vasco. Las diferencias entre ambos períodos

son estadísticamente significativas, excepto en el caso de las empresas grandes. Por el contrario, en el resto de España solo se observa parcialmente la relación entre tamaño y margen comercial, ya que las empresas grandes registran márgenes inferiores a los promedios de los otros segmentos. También se visualiza una tendencia a la reducción de márgenes comerciales entre 2008 y 2014, con significatividad estadística en las empresas micro, pequeñas y medianas.

Al comparar los promedios entre las empresas del País Vasco y el resto de España, en 2008 se observan diferencias estadísticamente significativas en el caso de las empresas micro y grandes; mientras que en 2014 las diferencias son significativas sólo en las empresas micro y pequeñas. En estos segmentos, el margen comercial promedio de las empresas vascas es comparativamente inferior, lo cual manifiesta los duros efectos de la crisis para las pymes vascas para regenerar resultados. Por su parte, en relación con la rotación del activo, la tendencia general a la disminución entre 2008 y 2014 en el País Vasco se debe a que las diferencias de los promedios son significativas principalmente en las empresas micro y pequeñas.

En el caso de las empresas medianas y grandes, si bien se registra un descenso de la rotación media del activo, esta disminución no es significativa. Comparativamente con las empresas del resto de España, las empresas micro del País Vasco tenían en 2008 una rotación del activo significativamente más alta pero no se observaban diferencias significativas en los demás segmentos de tamaño. Sin embargo, en 2014, las diferencias de rotación promedio del activo entre las empresas vascas y del resto de España son significativas en todos los segmentos, aunque en el caso de las empresas micro y pequeñas la rotación es superior entre las empresas vascas mientras que en el caso de las empresas medianas y grandes la rotación es superior entre las empresas del resto de España.<sup>10</sup>

---

<sup>10</sup> Al respecto, se manifiesta la necesidad de controlar por sector, ya que el indicador de rotación del activo podría estar sesgado por la incidencia del sector servicios en el resto de España y el mayor peso de la industria manufacturera en el País Vasco, en lugar de responder al tamaño del negocio.

**Cuadro nº 4. COMPARACIÓN DE MEDIAS DE ESTRUCTURA INVERSORA Y EFICIENCIA EN EL USO DE ACTIVOS SEGÚN EL TRAMO DE TAMAÑO**

	País Vasco			Resto de España			País Vasco vs. resto de España							
	Dif.			Dif.			Dif. 2008							
	t	U	2014	t	U	2014	t	U	t					
2008	92,8***	94,48	94,03	96,40	9,08***	6,07***	97,43	96,19	53,21***	44,31***	0,93	3,47***	2,39*	7,68***
Pequeñas	96,11	94,03	8,59***	94,03	7,63***	95,86	94,03	30,05***	25,54***	1,74†	2,92**	0,02	0,70	
Medianas	94,48	90,81	7,24***	92,22	6,27***	94,78	92,22	19,93***	15,48***	1,02	0,35	3,45***	3,47***	
Grandes	92,54	88,28	4,11***	90,59	3,37***	93,39	90,59	9,94***	7,67***	1,44	1,32	2,83**	2,48*	
F-ANOVA	92,8***	166,4***		1.394,4***	1.503,9***									
p-valor	0,000	0,000		0,000	0,000									
Activos financieros (%)														
Micros	2,63	3,59	9,05***	6,05***	2,57	3,80	53,25***	44,31***	0,95	3,46***	2,43*	7,70***		
Pequeñas	3,89	5,93	8,49***	7,58***	4,14	5,97	30,04***	25,54***	1,74†	2,92**	0,18	0,79		
Medianas	5,52	9,19	7,24***	6,27***	5,21	7,77	19,93***	15,48***	1,02	0,35	3,44***	3,47***		
Grandes	7,46	11,71	4,11***	3,37***	6,60	9,40	9,94***	7,67***	1,44	1,31	2,83**	2,48*		
F-ANOVA	92,8***	166,3***		1.398***	1.504,0***									
p-valor	0,000	0,000		0,000	0,000									

...



#### 4.2.2. *Diferencias de endeudamiento y capacidad de devolución de la deuda según el tamaño de la empresa*

El cuadro nº 5 muestra las principales ratios asociadas al endeudamiento empresarial en las empresas del País Vasco y del resto de España agrupadas por tamaño. Cabe destacar que el indicador de deuda en relación con el activo confirma la existencia de un «proceso de desapalancamiento agregado» en los últimos años en todos los segmentos de tamaño de las empresas, coincidiendo con los hallazgos de Salas Fumás (2013) para el conjunto de España. Tanto en el País Vasco como en el resto de España, el segmento de microempresas, que era el más endeudado en 2008, es el que más reduce su promedio de deuda como porcentaje del activo durante el periodo de análisis, aunque en 2014 continúa siendo el segmento más endeudado junto con las empresas grandes.<sup>11</sup> En comparación con el resto de España, los niveles promedio de deuda sobre el activo de las empresas vascas son significativamente menores en cualquiera de los tramos de tamaño, excepto en el caso de las empresas micro, lo cual evidencia la menor propensión de las empresas vascas a tomar deuda con respecto a las empresas del resto de España.

Asimismo, en cuanto a la ratio de deuda en relación con el VAB, los resultados coinciden con la relación directa entre tamaño y este indicador encontrada por Salas Fumás (2013). Esta ratio proviene de la literatura de análisis macroeconómico, y refleja la cantidad de deuda con respecto a la generación de valor de la empresa y, por ende, su capacidad para cumplir con las obligaciones financieras. De esta manera, las empresas de mayor tamaño muestran niveles altos de deuda para su capacidad de generación de valor añadido en comparación con las empresas de menor tamaño. Además de esta relación directa, se registra una tendencia general de aumento de esta ratio entre 2008 y 2014 en los segmentos de empresas micro, pequeñas y medianas, aunque en el caso del País Vasco las diferencias son significativas sólo en las empresas micro. También en el caso de los segmentos de tamaño micro, pequeño y mediano, el promedio de deuda en relación al VAB de las empresas del País Vasco es inferior en comparación con las del resto de España, con lo que se infiere una mayor capacidad (o eficiencia) para generar valor con menos deuda por parte de las empresas vascas, exceptuando las empresas de tamaño grande. Por su parte, en el caso de las empresas grandes, tanto en el País Vasco como en el resto de España, no hay diferencias estadísticamente significativas entre 2008 y 2014 ni tampoco entre territorios.

Según la ratio de deuda sobre el RNE, se observa un aumento significativo en la cantidad de años necesarios para servir la totalidad de la deuda empleando

<sup>11</sup> En el caso de las grandes esto se atribuye a un proceso de apalancamiento importante favorecido por unas condiciones flexibles de acceso al financiamiento previo a la crisis y a la posibilidad de disponer de mejores colaterales que las impulsa a tomar más deuda. En el caso de las empresas micro, al tener una debilidad patrimonial intrínseca, necesitan disponer de deuda para crecer.

íntegramente los beneficios de la actividad ordinaria, excepto en las grandes del País Vasco en cuyo caso esta ratio se ha mantenido invariable entre 2008 y 2014. A su vez, en el año 2014, el patrón de comportamiento muestra una relación inversa entre el tamaño y esta ratio, de manera que, utilizando sus beneficios ordinarios, las empresas de mayor tamaño podrían pagar la deuda en un menor número de años que en el caso de las empresas de menor tamaño. En cuanto a las diferencias entre el País Vasco y el resto de España, sólo se registra una diferencia estadísticamente significativa entre las empresas pequeñas en 2008 y las empresas micro en 2014.

La capacidad de la empresa para hacer frente a sus costes de financiación, medida a efectos de este trabajo a través del indicador de carga financiera, muestra en 2014 una relación inversa con el tamaño de la empresa. En otras palabras, las empresas medianas y grandes tienen menor dificultad para cumplir sus obligaciones financieras con los beneficios en comparación con las empresas micro y pequeñas, tanto en el País Vasco como en el resto de España. Esta relación no se observaba en 2008, año en el que los dos segmentos con mayor dificultad para hacer frente a los costes de financiación en el País Vasco fueron a la vez las empresas micro y grandes. No obstante, estos dos segmentos son los que registran también una mayor disminución de la carga financiera entre 2008 y 2014; mientras que en España la disminución es importante en todos los segmentos. Comparativamente, a nivel territorial, las diferencias son significativas en 2008 entre las empresas micro, pequeñas y medianas del País Vasco y del resto de España; mientras que en 2014 son significativas sólo entre las empresas micro, siendo las empresas del resto de España las que mayor carga financiera tienen en todos los casos.

Finalmente, al evaluar el coste del endeudamiento se observan diferencias significativas entre las empresas de distinto tramo de tamaño, y estas diferencias son consistentes en 2008 y 2014, tanto en el País Vasco como en el resto de España. En este sentido, en consonancia con la evidencia ofrecida por Maudos Villarroya y Fernández de Guevara Radoselovics (2014) para el caso español y Navarro *et al.* (2015) para el caso vasco, las microempresas muestran un coste del endeudamiento significativamente más bajo que el resto de segmentos de tamaño, incluidas las empresas grandes. Asimismo, se registra una esperable reducción del coste del endeudamiento entre 2008 y 2014 en todos los tramos de tamaño, tanto en el País Vasco como en el resto de España. Cabe mencionar además que en 2008 las empresas vascas de tamaño micro y mediano tenían un coste del endeudamiento significativamente inferior que sus equivalentes del resto de España, mientras que en 2014 era así sólo en el caso de las empresas de tamaño mediano.

**Cuadro nº 5. COMPARACIÓN DE MEDIAS DE ENDEUDAMIENTO Y CAPACIDAD DE DEVOLUCIÓN DE LA DEUDA SEGÚN EL TRAMO DE TAMAÑO**

	País Vasco			Resto de España			País Vasco vs. resto de España		
	2008	2014	t	2008	2014	t	Dif. 2008	Dif. 2014	Dif. 2014
	2008	2014	t	2008	2014	t	U	U	U
<b>Deuda s/activo (%)</b>									
Micros	72,50	68,20	8,96***	72,29	67,70	43,03***	44,45***	0,60	1,40
Pequeñas	61,85	58,21	4,67***	65,04	61,08	20,04***	19,94***	5,93***	4,84***
Medianas	60,52	57,99	1,92†	64,78	62,06	7,44***	7,30***	4,46***	4,18***
Grandes	64,79	60,90	1,74†	68,59	63,77	7,13***	7,10***	2,42*	1,68†
F-ANOVA	113,8***	80,0***		830,6***	475,3***				
p-valor	0,000	0,000		0,000	0,000				
<b>Deuda s/VAB (%)</b>									
Micros	188,85	207,64	6,29***	215,84	250,51	45,92***	35,97***	13,03***	18,78***
Pequeñas	199,66	206,78	1,35	231,80	248,18	10,64***	5,69***	8,71***	10,13***
Medianas	234,23	250,71	1,65†	267,31	279,45	3,93***	1,03	4,85***	3,64***
Grandes	303,92	300,34	0,16	303,76	298,70	0,77	2,56*	0,01	0,16
F-ANOVA	40,4***	24,7***		376,6***	85,8***				
p-valor	0,000	0,000		0,000	0,000				
									...

...														
<b>Deuda/RNE</b>														
Micros	16,72	19,30	8,33***	5,21***	16,85	20,28	51,15***	37,74***	0,64	2,03*	3,99***	4,79***		
Pequeñas	14,15	18,36	8,03***	6,32***	14,76	17,60	23,41***	16,91***	1,96*	3,65***	1,73†	0,13		
Medianas	13,71	16,03	2,64**	1,92†	14,46	16,65	9,47***	5,22***	1,34	2,29*	0,87	1,17		
Grandes	16,17	15,97	0,14	0,08	15,07	16,24	2,52*	0,46	1,15	0,73	0,22	0,82		
F-ANOVA	20,7***	7,9***			248,5***	273,8***								
p-valor	0,000	0,000			0,009	0,000								
<b>Carga financiera</b>														
Micros	0,38	0,32	7,73***	7,15***	0,39	0,35	30,88***	30,14***	3,19**	4,81***	5,36***	6,50***		
Pequeñas	0,34	0,33	0,97	1,33	0,38	0,33	15,64***	16,25***	4,37***	5,17***	0,41	1,42		
Medianas	0,33	0,29	1,83†	2,11*	0,39	0,31	14,18***	14,74***	3,75***	4,20***	1,27	1,64		
Grandes	0,39	0,28	3,04**	2,25*	0,38	0,27	10,30***	10,71***	0,31	0,33	0,43	1,03		
F-ANOVA	6,1***	2,7*			12,1***	70,0***								
p-valor	0,004	0,078			0,000	0,000								
<b>Coste de endeudamiento (%)</b>														
Micros	4,37	3,31	20,11***	19,57***	4,48	3,34	98,51***	97,72***	2,54*	2,92**	0,93	0,77		
Pequeñas	5,45	3,96	15,14***	14,78***	5,55	4,20	55,59***	55,51***	1,18	1,80†	3,68***	3,83***		
Medianas	5,06	3,65	9,45***	9,79***	5,41	3,82	38,43***	39,20***	2,98**	3,18**	1,56	1,41		
Grandes	5,20	3,40	7,13***	7,14***	5,14	3,58	19,79***	20,62***	0,34	0,43	1,08	0,47		
F-ANOVA	59,4***	27,4***			1.088,4***	736,1***								
p-valor	0,000	0,000			0,000	0,000								

Fuente: Cálculos propios a partir de datos de SABI-Informa. Notas: † p<0,1; \* p<0,05; \*\* p<0,01; \*\*\* p<0,001.

#### 4.2.3. *Diferencias de rentabilidad económica y financiera según el tamaño de la empresa*

El cuadro nº 6 muestra las principales ratios asociadas a la rentabilidad empresarial en las empresas vascas y del resto de España agrupadas por tamaño. Al evaluar la evolución de la rentabilidad del activo, se observa que el ROA general ha experimentado una tendencia a la baja entre 2008 y 2014 en todos los tramos de tamaño, tanto en el País Vasco como en el resto de España. Asimismo, se observa que a medida que aumenta el tamaño aumenta la rentabilidad del activo, excepto en las empresas grandes, y que las diferencias observadas entre las empresas vascas y del resto de España son significativas sólo entre las empresas micro en 2008 y entre las empresas pequeñas en 2014, siendo más rentables en ambos casos las empresas del resto de España. En cuanto al indicador de ROA de operaciones, este sigue un patrón de comportamiento similar al apuntado en el ROA general. Por su parte, el comportamiento del ROA financiero muestra un fuerte debilitamiento entre 2008 y 2014, lo cual es lógico por la influencia que ha tenido la crisis en la actividad financiera. En el ROA financiero se observa claramente que a mayor tamaño de la empresa mayor rentabilidad y esta relación parece más acentuada en 2014 que en 2008. Las diferencias de ROA financiero entre el País Vasco y España son significativas en 2008 para las empresas de todos los tramos de tamaño, mientras que en 2014 sólo para las empresas micro y pequeñas, siendo más rentables también las empresas del resto de España.

Finalmente, el indicador ROE también se ha visto deteriorado durante el periodo de análisis en todos los tramos de tamaño. Asimismo, se observa una relación parcial entre tamaño y rentabilidad, ya que si bien las empresas micro tanto en el País Vasco como en el resto de España son las que muestran menor rentabilidad del patrimonio en 2008 y 2014, no necesariamente son las empresas grandes las que muestran la rentabilidad del patrimonio más alta. En 2008, las diferencias de ROE promedio entre el País Vasco y España eran estadísticamente significativas en el caso de las empresas micro, pequeñas y medianas, mientras que en 2014 eran estadísticamente significativas sólo en el caso de las empresas pequeñas.

#### 4.3. **Análisis según el crecimiento de la empresa**

Para continuar profundizando en el análisis y entender mejor los factores de competitividad que explican las diferencias entre empresas a nivel de microdatos, a continuación se comparan los principales indicadores de inversión, endeudamiento y rentabilidad de las empresas del País Vasco y del resto de España en función de su crecimiento, que a efectos de estudio está medido por la variación anualizada entre 2008 y 2014 de los ingresos de explotación expresados en valores reales (2008=100). Pero antes de seguir avanzando es necesario conocer primero cuál ha sido el crecimiento de las empresas que conforman la muestra de este estudio.

Cuadro nº 6. COMPARACIÓN DE MEDIAS DE RENTABILIDAD ECONÓMICA Y FINANCIERA SEGÚN EL TRAMO DE TAMAÑO

	País Vasco			Resto de España			País Vasco vs. resto de España					
	Dif.		2014	Dif.		2014	Dif. 2008		2008			
	t	U		t	U		t	U				
ROA (%)	2008	2014	2008	2014	2008	2014	2008	2014	2008	2014		
Micros	3,29	2,39	11,12***	10,39***	3,48	2,40	63,86***	64,47***	3,12**	4,77***	0,11	1,20
Pequeñas	4,63	3,13	10,11***	9,54***	4,60	3,66	26,48***	26,26***	0,24	0,73	5,46***	6,24***
Medianas	4,58	3,64	3,49***	3,43***	4,41	3,73	9,58***	9,07***	0,82	0,58	0,53	1,16
Grandes	4,54	3,04	3,45***	2,88**	3,98	3,75	1,65†	1,45	1,55	1,59	2,40*	1,63
F-ANOVA	46,1***	25,8***			539,3***	918,3***						
p-valor	0,000	0,000			0,000	0,000						
ROA de operaciones (%)	3,60	2,76	9,15***	8,70***	3,77	2,68	56,74***	59,26***	2,44*	4,35***	1,25	0,16
Pequeñas	4,99	3,55	8,52***	8,11***	5,00	4,16	20,73***	21,02***	0,13	1,29	5,41***	6,45***
Medianas	5,21	4,16	3,30***	3,33***	4,90	4,27	7,76***	7,60***	1,32	1,04	0,49	1,19
Grandes	5,33	4,14	2,20*	1,76†	4,49	4,29	1,21	1,13	2,03*	1,93†	0,38	0,04
F-ANOVA	44,5***	25,5***			544,6***	947,5***						
p-valor	0,000	0,000			0,000	0,000						

.../...

	País Vasco				Resto de España				País Vasco vs. resto de España			
	2008		2014		2008		2014		Dif. 2008		Dif. 2014	
	t	U	t	U	t	U	t	U	t	U	t	U
ROA financiero (%)												
Micros	1,75	23,73***	0,43	16,5***	1,89	0,54	107,33***	63,19***	2,47*	2,64**	7,47***	7,15***
Pequeñas	3,22	17,41***	0,90	9,63***	3,50	1,11	70,11***	37,51***	2,20*	3,16**	5,37***	5,12***
Medianas	4,15	10,89***	1,35	7,38***	4,69	1,46	43,81***	30,99***	2,11*	1,67†	1,37	0,58
Grandes	4,71	6,77***	1,60	5,48***	5,53	1,62	26,74***	22,03***	1,76†	1,88†	0,13	0,19
F-ANOVA	97,4***		169,8***		1.929,3***	2.437,4***						
p-valor	0,000		0,000		0,000	0,000						
ROE (%)												
Micros	5,04	10,23***	3,31	8,01***	5,57	3,15	66,96***	62,03***	3,77***	7,09***	1,47	1,21
Pequeñas	8,41	10,55***	5,09	9,38***	7,91	5,70	29,07***	27,74***	2,02*	1,28	2,94**	2,95**
Medianas	9,10	4,85***	6,23	4,18***	7,41	6,15	8,39***	7,31***	3,56***	3,32***	0,23	0,25
Grandes	8,67	2,66**	6,06	1,93†	7,40	6,31	3,56***	2,07*	1,55	1,51	0,38	0,06
F-ANOVA	67,3***		40,7***		470,9***	1.040,2***						
p-valor	0,000		0,000		0,000	0,000						

Fuente: Cálculos propios a partir de datos de SABI-Infirma. Notas: † p<0,1; \* p<0,05; \*\* p<0,01; \*\*\* p<0,001.

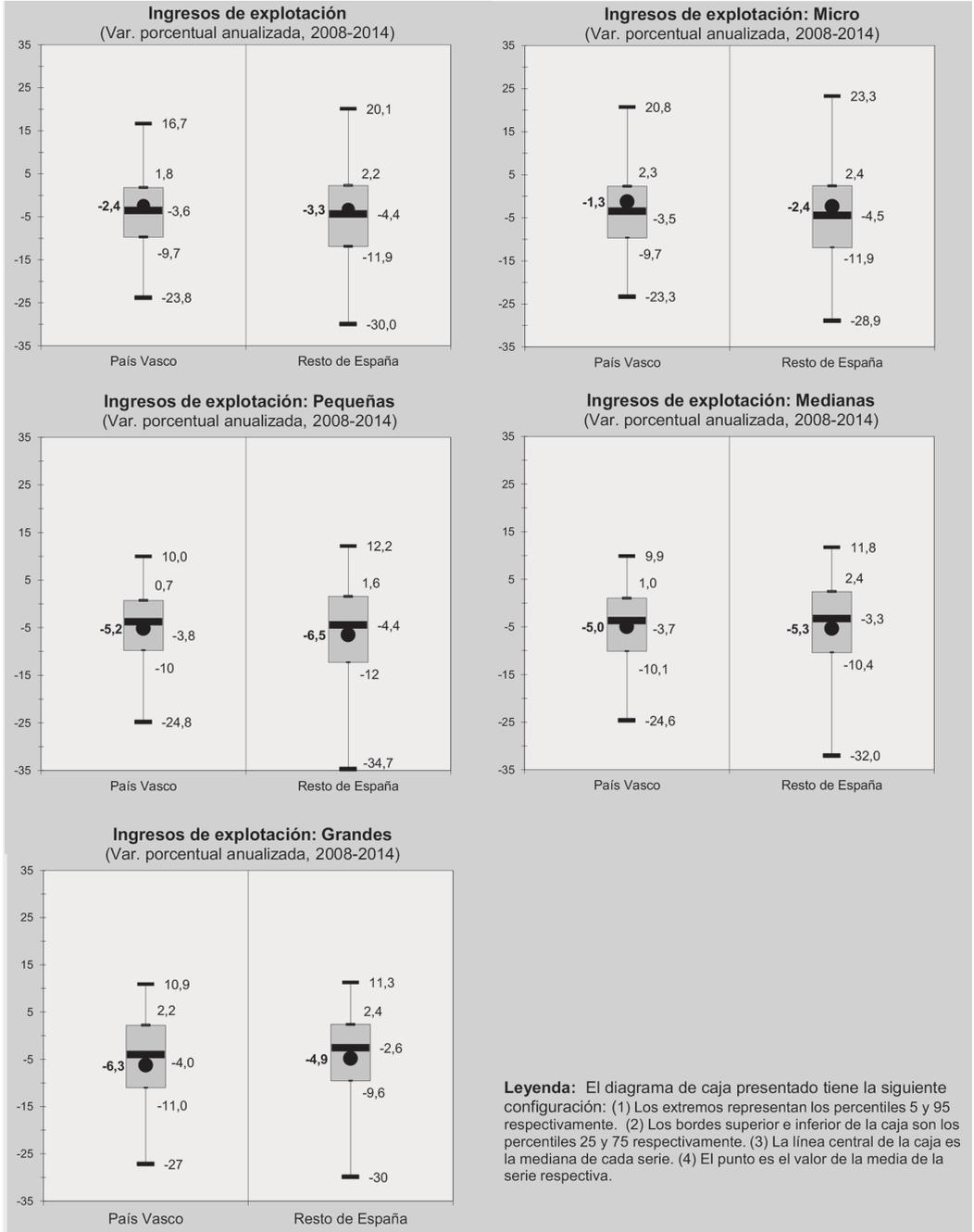
#### 4.3.1. *Variación de los ingresos de explotación entre 2008 y 2014*

Tal y como muestra el gráfico nº 4, la realidad de los últimos años es que la mayoría de empresas, tanto vascas como del resto de España, ha disminuido su tamaño en términos de ingresos de explotación. En concreto, el conjunto total de empresas con sede principal en el País Vasco experimentó anualmente, entre 2008 y 2014, una variación promedio del volumen de ingresos de explotación de -2,4%. En el caso de las empresas con sede en el resto de España la variación anualizada de los ingresos de explotación fue de -3,3%. No obstante, en ambos casos se puede observar una amplia heterogeneidad entre las empresas dentro de un mismo territorio. Como indica la mediana, la mitad de las empresas vascas experimentó en términos anuales una variación de -3,6% o menos, si bien de acuerdo al rango intercuartílico la variación de la empresa situada en el percentil 75 fue 11,5 puntos porcentuales superior a la de la empresa situada en el percentil 25 (1,8% frente a -9,7%). Más aún, mientras la empresa situada en el percentil 5 registró una disminución anual de 23,8% en sus ingresos de explotación, la empresa situada en el percentil 95 registró un aumento anual del 16,7%. La dispersión mostrada por las empresas del resto de España es incluso más elevada, ya que la mitad experimentó una variación de sus ingresos de explotación de -4,4% o menos, siendo 14,1 puntos porcentuales la diferencia entre la variación de la empresa situada en el percentil 75 y la de la empresa situada en el percentil 25 (2,2% frente a -11,9%); y 50,1 puntos porcentuales, la diferencia entre la variación de la empresa situada en el percentil 5 y la de la empresa situada en el percentil 95 (20,1% frente a -30,0%).

Comparativamente, la disminución media de los ingresos de explotación registrada de forma anualizada por el conjunto total de empresas localizadas en el País Vasco fue 0,85 puntos porcentuales menor que en el resto de España. Los datos recogidos en el cuadro nº 7 reflejan que esta diferencia en la tasa anualizada de crecimiento es estadísticamente significativa ( $t=2,78$ ,  $p\leq 0,01$ ;  $U=7,43$ ,  $p\leq 0,001$ ). Por lo tanto, se puede afirmar que, de manera general, el impacto negativo de la crisis en el crecimiento de las empresas vascas ha sido menos acentuado que el impacto sufrido por las empresas del resto de España. No sólo la caída promedio de los ingresos de explotación ha sido menos marcada en el primer caso que en el segundo, sino también la dispersión que se puede observar en el gráfico nº 4, lo que sugiere que el impacto ha sido también relativamente menos heterogéneo entre las empresas vascas que entre las empresas del resto de España.

Al analizar la variación anualizada de los ingresos de explotación por tramos de tamaño al inicio del periodo, el patrón general acabado de describir se repite entre las empresas micro, pequeñas y medianas, pero no entre las empresas grandes (véase gráfico nº 4). No obstante, cabe destacar que las diferencias de crecimiento observadas por tramos de tamaño también son estadísticamente significativas, excepto cuando se compara a las empresas de tamaño mediano (véase cuadro nº 7). Así, en el periodo analizado, las empresas micro y pequeñas localizadas en el País Vasco vieron dismi-

**Gráfico nº 4. VARIACIÓN ANUALIZADA DE LOS INGRESOS DE EXPLOTACIÓN ENTRE 2008 Y 2014 PARA EL TOTAL DE EMPRESAS Y POR TRAMOS DE TAMAÑO**



**Legenda:** El diagrama de caja presentado tiene la siguiente configuración: (1) Los extremos representan los percentiles 5 y 95 respectivamente. (2) Los bordes superior e inferior de la caja son los percentiles 25 y 75 respectivamente. (3) La línea central de la caja es la mediana de cada serie. (4) El punto es el valor de la media de la serie respectiva.

Fuente: Cálculos propios a partir de datos de SABI-Infoma.

nir de manera significativa sus ingresos de explotación en una proporción que fue, respectivamente, 1,12 y 1,35 puntos porcentuales menos acusada que en el resto de España ( $t=2,70$ ,  $p\leq 0,01$  y  $U=7,74$ ,  $p\leq 0,001$  en el caso de las empresas micro;  $t=5,14$ ,  $p\leq 0,001$  y  $U=2,88$ ,  $p\leq 0,001$  en el caso de las empresas pequeñas); mientras que la diferencia entre las empresas grandes fue 1,41 puntos porcentuales mayor en el País Vasco en comparación con el resto de España ( $t=-1,70$ ,  $p\leq 0,05$ ;  $U=-2,41$ ,  $p\leq 0,05$ ).

Cuadro nº 7. **COMPARACIÓN DE MEDIAS DE CRECIMIENTO POR TRAMOS DE TAMAÑO Y TERRITORIO<sup>a</sup>**

	País Vasco			Resto de España			País Vasco vs. resto de España	
	n	Media	Desv. Estandar	n	Media	Desv. Estandar	Dif.	
							t	U
Var. anualizada de ingresos de explotación, 2008-2014 (%)								
Total	9.874	-2,41	29,42	187.123	-3,26	30,52	2,78**	7,43***
Micros	6.989	-1,27	34,14	144.629	-2,39	33,79	2,70**	7,74***
Pequeñas	2.083	-5,16	11,41	32.451	-6,51	14,47	5,14***	2,88**
Medianas	602	-4,96	10,98	7.947	-5,33	13,86	0,79	0,75
Grandes	200	-6,26	11,03	2.099	-4,85	12,77	1,70*	2,41*
F-ANOVA		12,27***			175,98***			
p-valor de tendencia		0,000			0,000			

Fuente: Cálculos propios a partir de datos de SABI-Infirma.

Notas: <sup>a</sup> Las empresas del País Vasco y resto de España están agrupadas por tramo de tamaño según los ingresos de explotación al inicio del periodo de medición (2008). Los datos corresponden a la media de la variación anualizada de los ingresos de explotación entre 2008 y 2014 por territorio y tramo de tamaño al inicio del periodo. †  $p<0,1$ ; \*  $p<0,05$ ; \*\*  $p<0,01$ ; \*\*\*  $p<0,001$ .

Llama la atención que, mientras las empresas micro, pequeñas y medianas del País Vasco decrecieron en igual o menor proporción que las del resto de España, las empresas grandes decrecieron en mayor proporción, siendo la diferencia entre ambos territorios estadísticamente significativa como ya se ha comentado antes. En concreto, la variación anualizada promedio del volumen de ingresos de explotación fue de -6,3% para las empresas grandes vascas y de -4,9% para las empresas grandes del resto de España. De hecho, mientras la mitad de las empresas grandes con sede en el País Vasco experimentó una disminución de sus ingresos de explotación equivalente al menos al 4,0% anual, la mitad de las empresas del resto de España experimentó una disminución equivalente al menos al 2,6%. Sin embargo,

esta situación está relacionada con la estructura sectorial del País Vasco, caracterizada por un mayor peso de las empresas industriales en comparación con el resto de España.<sup>12</sup> Precisamente el sector industria, cuyas empresas son por naturaleza más grandes, ha sido uno de los que más ha sufrido durante la crisis. De ahí que las empresas vascas de tamaño grande hayan experimentado en promedio una caída relativamente más acusada que las del resto del España.

Otro aspecto que llama la atención es que las empresas de tamaño micro al inicio del periodo fueron menos afectadas por la crisis que el resto de empresas de mayor tamaño. En tal sentido, en la muestra del País Vasco no sólo hay diferencias estadísticamente significativas entre las medias de crecimiento por grupos de tamaño ( $F=12,27$ ,  $p\leq 0,001$ ), sino que además los ingresos de explotación parecen disminuir en mayor proporción a medida que aumenta el tamaño de las empresas ( $p$ -valor de tendencia=0,000). Un patrón similar se observa en las empresas del resto de España ( $F=175,98$ ,  $p\leq 0,001$  y  $p$ -valor de tendencia=0,000). Sin embargo, esta relación debe interpretarse con cautela debido a que una explicación de la misma tiene que ver con el hecho de que, ante la caída de los ingresos, las empresas de menor tamaño son más propensas a salir del mercado que las de mayor tamaño.<sup>13</sup> Por lo tanto, la muestra seleccionada para el análisis de crecimiento está sobrerrepresentada por microempresas competitivas que, en general, han crecido por encima de la media para poder sobrevivir durante el periodo de estudio. Si para poder incluirlas en el análisis se asume que las empresas excluidas han tenido una variación de los ingresos de explotación equivalente a -100%, los resultados muestran otra perspectiva en la que los ingresos de explotación disminuyen en menor proporción a medida que aumenta el tamaño de las empresas.<sup>14</sup>

Al analizar la variación anualizada de los ingresos de explotación por cuartiles se puede distinguir mejor entre las empresas que fueron capaces de crecer durante la crisis y aquellas que, por el contrario, disminuyeron su tamaño (véase cuadro nº 8).

<sup>12</sup> Según datos del Directorio Central de Empresas (DIRCE) gestionado por el Instituto Nacional de Estadística (INE), el 13,97% de las empresas de la economía de mercado con sede en el País Vasco al 1 de enero de 2014 pertenecían al sector industrial (divisiones 05 a 39 del CNAE 2009) mientras que en el resto de España este porcentaje apenas alcanzaba el 9,88%.

<sup>13</sup> Debido a sus escasos recursos, las empresas de menor tamaño tienen menos capacidad para aguantar dificultades económicas que las de mayor tamaño; pero también, menos barreras de salida por costes hundidos. Por ejemplo, el 68,9% de las empresas incluidas en el análisis de crecimiento, es decir, empresas para las que SABI tiene estados financieros de 2008 y 2014, son microempresas; mientras que entre las empresas excluidas del análisis, es decir, empresas para las que SABI tiene sólo estados financieros de 2008, el porcentaje de microempresas alcanza el 83,4%.

<sup>14</sup> Con este supuesto, la variación anualizada de los ingresos de explotación de las empresas del País Vasco entre 2008 y 2014 sería de la siguiente manera: empresas micro, -14,5%; pequeñas, 12,3%; medianas, -9,9%; grandes, -11,1%; mientras que la variación de las empresas del resto de España sería de la siguiente manera: empresas micro, -16,5%; pequeñas, 14,9%; medianas, -13,1%; grandes, -10,2%. Los resultados completos bajo este supuesto no se describen con detalle pero están disponibles a petición del lector.

Así, el primero y segundo cuartil se componen de empresas que disminuyeron su tamaño a una tasa anualizada menor o igual a -3,56%, en el caso del País Vasco; y menor o igual a -4,37%, en el caso del resto de España. Si bien en promedio disminuyeron su tamaño, el tercer cuartil se compone en realidad de una mezcla de empresas que disminuyeron y aumentaron tu tamaño con una variación de entre -3,56% y 1,78%, en el caso del País Vasco; y de entre -4,37% y 2,24%, en el resto de España. Finalmente, el cuarto cuartil se compone de empresas que crecieron anualmente por encima del 1,78%, en el caso del País Vasco; y por encima del 2,24%, en el caso del resto de España. Como es de esperar, estas diferencias entre las empresas que más crecieron y las que más decrecieron son significativas tanto en el País Vasco ( $F=731,63$ ,  $p \leq 0,001$  y  $p$ -valor de tendencia=0,000), como en el resto de España ( $F=19.686,70$   $p \leq 0,001$  y  $p$ -valor de tendencia=0,000).

También se observan diferencias significativas entre las empresas del País Vasco y resto de España de un mismo cuartil (véase cuadro nº 8). En general, las empresas vascas incluidas en el primero, segundo y tercer cuartil vieron disminuir sus ingresos de explotación en una proporción significativamente inferior que sus homólogas en el resto de España (-18,56% frente a -22,81%, -6,37% frente a -7,78% y -1,05% frente a -1,26%, respectivamente). Del mismo modo, las empresas vascas incluidas en el cuarto cuartil vieron aumentar sus ingresos de explotación en una proporción también significativamente inferior que sus homólogas en el resto de España (16,33% frente a 18,81%). Cabe destacar que estos resultados son coherentes con la idea de que el impacto de la crisis en el crecimiento de las empresas ha sido relativamente menos heterogéneo en el País Vasco que en el resto de España.

A la vista de estos resultados, resulta pertinente continuar el análisis distinguiendo a las empresas en función de la distribución por cuartiles de crecimiento descrita en el cuadro nº 8.

Cuadro nº 8. COMPARACIÓN DE MEDIAS DE CRECIMIENTO POR CUARTILES DE CRECIMIENTO Y TERRITORIO<sup>a</sup>

	País Vasco				Resto de España				País Vasco vs. resto de España			
	n	Media	Desv. Estandar	Rango	n	Media	Desv. Estandar	Rango	t	Dif.		
										U		
Var. anualizada de ingresos de explotación, 2008-2014 (%)												
Var. ing. explotación, Q1	2,469	-18,56	9,81	≤ -9,73	46,781	-22,81	10,96	≤ -11,89	20,81***		27,06***	
Var. ing. explotación, Q2	2,468	-6,37	1,77	> -9,73 y ≤ -3,56	46,781	-7,78	2,14	> -11,89 y ≤ -4,37	38,45***		30,94***	
Var. ing. explotación, Q3	2,469	-1,05	1,50	> -3,56 y ≤ 1,78	46,781	-1,26	1,88	> -4,37 y ≤ 2,24	6,75***		6,32***	
Var. ing. explotación, Q4	2,468	16,33	52,27	> 1,78	46,780	18,81	52,00	> 2,24	2,30*		11,28***	
F-ANOVA		731,63***				19.686,7***						
p-valor de tendencia		0,000				0,000						

Fuente: Cálculos propios a partir de datos de SABI-Infirma.

Notas: <sup>a</sup> Las empresas del País Vasco y resto de España están agrupadas por cuartiles según la variación anualizada de los ingresos de explotación entre 2008 y 2014. Los datos corresponden a la media de la variación anualizada de los ingresos de explotación entre 2008 y 2014 por territorio. † p<0,1; \* p<0,05; \*\* p<0,01; \*\*\* p<0,001.

#### 4.3.2. *Diferencias de estructura inversora y eficiencia en el uso de los activos según el crecimiento de la empresa*

De acuerdo al cuadro nº 9, independientemente de su capacidad de crecimiento durante el periodo de análisis, las empresas tanto del País Vasco como del resto de España han visto disminuir significativamente el peso de sus activos operacionales; o lo que es lo mismo, han recurrido a estructuras de inversión que han aumentado la importancia relativa de los activos financieros sobre el activo total. Curiosamente, este comportamiento ha sido más marcado entre las empresas agrupadas en el primer cuartil de crecimiento que entre las agrupadas en el cuarto cuartil, a pesar de ser estas últimas las que se esperaba que aumentasen sus inversiones financieras de acuerdo a la literatura. Por ejemplo, si bien al inicio del periodo las empresas vascas que más crecieron tenían un porcentaje medio de activos financieros sobre el activo total que era 1,56 puntos porcentuales más alto que en el caso de las que menos crecieron (10,96% frente a 9,40%), al final del periodo esta diferencia pasó a ser de 2,51 puntos porcentuales menos (11,50% frente a 14,01%).

En el resto de España se observa una evolución en el mismo sentido. Sin embargo, existen diferencias de estructura inversora a nivel territorial que son estadísticamente significativas y ponen de manifiesto que las empresas vascas desarrollaban en 2008, y continúan desarrollando en 2014, estrategias de inversión en las que los activos financieros tienen una importancia relativamente alta con respecto a las estrategias seguidas por las empresas del resto de España, especialmente cuando se compara a las empresas agrupadas en los cuartiles superiores de crecimiento.

Por su parte, tanto el margen comercial como la rotación del activo de las empresas vascas agrupadas en el cuarto cuartil de crecimiento muestran valores medios similares entre 2008 y 2014 o con diferencias poco significativas, mientras que en las empresas vascas del resto de cuartiles inferiores estos indicadores experimentaron una caída significativa. Asimismo, en el resto de España, estos indicadores aumentaron de manera estadísticamente significativa durante el periodo de análisis en el caso de las empresas del cuarto cuartil de crecimiento, mientras que en las empresas del primero, segundo y tercer cuartil ocurrió lo contrario. Llama la atención que, mientras el margen comercial de las empresas vascas agrupadas en los cuartiles inferiores es significativamente inferior al de las empresas del resto de España, la rotación del activo es significativamente superior en todos los cuartiles de crecimiento. Esto último denota que las empresas vascas hacen un uso más eficiente de sus activos, para compensar su menor margen comercial con respecto a sus homólogas en el resto de España.

**Cuadro nº 9. COMPARACIÓN DE MEDIAS DE ESTRUCTURA INVERSORA Y EFICIENCIA EN EL USO DE LOS ACTIVOS SEGÚN EL CUARTIL DE VARIACIÓN DE LOS INGRESOS DE EXPLOTACIÓN**

	País Vasco			Resto de España			País Vasco vs. resto de España			
	2008	2014	Dif.	2008	2014	Dif.	Dif. 2008	Dif. 2014		
			t			U			t	U
<b>Activos operacionales (%)</b>										
Var. ing. explotación, Q1	90,60	85,99	6,37***	91,50	87,66	24,18***	2,24*	0,70	2,67**	0,31
Var. ing. explotación, Q2	91,52	89,29	3,94***	92,27	89,97	18,03***	2,05*	0,50	1,52†	0,13
Var. ing. explotación, Q3	89,93	88,39	2,58**	91,65	89,69	15,64***	4,19***	2,74**	2,87**	1,10
Var. ing. explotación, Q4	89,04	88,50	0,83	90,76	89,51	9,08***	3,49***	2,37*	2,25*	0,33
F-ANOVA	6,45***	7,93***		49,12***	85,09***					
p-valor de tendencia	0,001	0,006		0,000	0,000					
<b>Activos financieros (%)</b>										
Var. ing. explotación, Q1	9,40	14,01	6,37***	8,50	12,34	24,18***	2,24*	0,70	2,67**	0,31
Var. ing. explotación, Q2	8,48	10,71	3,94***	7,73	10,03	18,03***	2,05*	0,50	1,52†	0,13
Var. ing. explotación, Q3	10,07	11,61	2,58**	8,35	10,31	15,64***	4,19***	2,74**	2,87**	1,10
Var. ing. explotación, Q4	10,96	11,50	0,83	9,24	10,49	9,08***	3,49***	2,37*	2,25*	0,33
F-ANOVA	6,45***	7,93***		49,12***	85,09***					
p-valor de tendencia	0,001	0,006		0,000	0,000					

.../...

...													
<b>Margen comercial (%)</b>													
Var. ing. explotación, Q1	3,14	1,68	8,10***	7,32***	3,50	2,51	20,87***	19,02***	3,36***	4,44***	5,40***	5,45***	
Var. ing. explotación, Q2	3,04	2,12	6,43***	5,95***	3,25	2,31	27,85***	27,01***	2,07*	2,88**	1,86*	2,31*	
Var. ing. explotación, Q3	3,22	2,68	3,89***	3,68***	3,31	2,96	11,17***	12,18***	0,86	1,71†	2,85**	3,33***	
Var. ing. explotación, Q4	3,38	3,57	1,30†	1,31	3,52	3,60	2,45**	2,61**	1,20	1,53	0,31	0,88	
F-ANOVA	1,80	56,40***			31,55***	543,22***							
p-valor de tendencia	0,068	0,000			0,590	0,000							
<b>Rotación del activo</b>													
Var. ing. explotación, Q1	1,33	0,80	20,82***	20,54***	1,17	0,54	115,54***	102,75***	8,47***	9,36***	14,73***	16,61***	
Var. ing. explotación, Q2	1,48	1,18	12,21***	11,77***	1,38	0,99	65,51***	64,11***	5,45***	5,87***	11,23***	12,86***	
Var. ing. explotación, Q3	1,47	1,33	5,06***	5,03***	1,38	1,20	29,80***	28,45***	4,18***	4,73***	7,34***	7,94***	
Var. ing. explotación, Q4	1,29	1,33	1,25	1,84†	1,23	1,27	6,18***	8,74***	3,11***	3,55***	3,15***	3,43***	
F-ANOVA	23,76***	179,50***			561,57***	5.509,56***							
p-valor de tendencia	0,358	0,000			0,000	0,000							

Fuente: Cálculos propios a partir de datos de SABI-Infirma. Notas: † p<0,1; \* p<0,05; \*\* p<0,01; \*\*\* p<0,001.

#### 4.3.3. *Diferencias de endeudamiento y capacidad de devolución de la deuda según el crecimiento de la empresa*

Las principales ratios de endeudamiento estimadas por cuartiles de crecimiento se muestran en el cuadro nº 10. Como es sabido, para financiar el crecimiento las empresas pueden recurrir a recursos propios, en forma de aportaciones de los propietarios y beneficios no distribuidos, o a recursos derivados del endeudamiento. En este sentido, los datos analizados indican que, como consecuencia de la crisis, entre 2008 y 2014 las empresas vascas y del resto de España han experimentado de manera generalizada una disminución significativa del nivel de endeudamiento en relación con el activo, dando mayor peso a los fondos propios en su estructura financiera. Al inicio del periodo habían diferencias significativas en el nivel de endeudamiento que no seguían una tendencia lineal con la capacidad de crecer de las empresas, pero en el año 2014 la tendencia es estadísticamente significativa, tanto en el País Vasco como en el resto de España, siendo las empresas del cuartil superior de crecimiento las que muestran el mayor nivel de deuda sobre activo en sintonía con sus exigencias de financiación extra.

No obstante, para ser competitivas, las empresas no sólo deben crecer y ser rentables para retribuir a sus propietarios sino también tener capacidad para devolver la deuda que han adquirido. Así, las empresas que más crecieron entre 2008 y 2014, a pesar de ser las más endeudadas al final del periodo, tienen también mayor capacidad que las demás empresas para hacer frente a la devolución de préstamos. Por un lado, si se relaciona el nivel de endeudamiento con la creación de valor añadido, se observa que al final del periodo las empresas de los cuartiles de crecimiento superiores son capaces de generar valor con relativamente menos porcentaje de deuda que las empresas de los cuartiles inferiores. De hecho, en el caso del País Vasco, las empresas del tercero y cuarto cuartil muestran valores medios de eficiencia de la deuda como porcentaje del valor añadido que son estadísticamente similares entre 2008 y 2014, mientras las empresas del primero y segundo cuartil muestran un deterioro significativo de este indicador, lo que supone un aumento de la dificultad para hacer frente al pago de la deuda. Tomando en consideración al resto de España, el deterioro de este indicador durante el periodo de análisis es significativo independientemente de si las empresas crecieron o no, aunque mucho menos acentuado entre las empresas de los cuartiles superiores que entre las de los cuartiles inferiores. Por otro lado, si se relaciona el nivel de endeudamiento con el resultado neto de explotación, se observa que al final del periodo de análisis el número de años necesarios para pagar la deuda, si se dedicase a ello la totalidad de beneficios de la actividad ordinaria de la empresa, es significativamente menor conforme aumenta el cuartil de crecimiento en que se encuentra la empresa. Mientras las empresas vascas agrupadas en el primero y segundo cuartil necesitaban respectivamente una media de 21,89 y 19,44 años para pagar su deuda en 2014, las del tercero y cuarto cuartil necesitaban 17,40 y 15,90 años. Asimismo, mientras en el resto de España las empresas del pri-

mero y segundo cuartil necesitaban respectivamente una media de 22,89 y 20,84 años para pagar su deuda, las del tercero y cuarto cuartil necesitaban 18,20 y 16,14 años. Si bien estos valores aumentaron significativamente para todos los grupos durante el periodo de análisis como consecuencia de la crisis, dicho aumento fue menos acentuado entre las empresas de los cuartiles superiores que entre las de los cuartiles inferiores, tanto en el País Vasco como en el resto de España.

Además de tener mayor capacidad de pago de la totalidad de la deuda, las empresas que más crecieron entre 2008 y 2014 también tienen al final del periodo una menor presión para cubrir los gastos financieros con la suma de los beneficios de explotación y los ingresos financieros en comparación con las demás empresas. La carga financiera según esta ratio disminuyó significativamente durante el periodo de análisis para las empresas de los cuartiles de crecimiento superiores, tanto en el País Vasco como en el resto de España; mientras que aumentó para las empresas de los cuartiles inferiores, aunque de manera significativa sólo en el resto de España.

Finalmente, al inicio del periodo de análisis se observan diferencias significativas que señalan una relación entre el coste del endeudamiento y los cuartiles de crecimiento, de manera que las empresas del cuarto cuartil de crecimiento disfrutaban en 2008 de un coste aparente del endeudamiento bajo con respecto a las demás empresas. Sin embargo, aunque el coste de endeudamiento disminuyó entre 2008 y 2014 de forma generalizada en todos los grupos, este privilegio parece haber desaparecido en 2014, año en que las empresas del primer cuartil de crecimiento muestran el coste más bajo de los cuatro grupos analizados, tanto en el País Vasco como en el resto de España. Si bien las empresas que crecen pueden tener capacidad de adquirir financiación extra más cara que las empresas que no crecen o decrecen, parece contraintuitivo que los acreedores exijan un interés más alto a las primeras que a las últimas. Pero hay que recordar que este coste aparente del endeudamiento se refiere a la deuda ya contraída y puede diferir con respecto al coste de la deuda nueva (Navarro *et al.*, 2015), que es la que tendría en cuenta si la empresa ha crecido o no en los últimos años. En cualquier caso, que las empresas que crecen tengan un coste de la deuda elevado no es un problema para su competitividad siempre que estas tengan también rentabilidad elevada y capacidad para devolver los préstamos, una condición que como se ha podido ver anteriormente se cumple en la muestra analizada.

**Cuadro nº 10. COMPARACIÓN DE MEDIAS DE ENDEUDAMIENTO Y CAPACIDAD DE DEVOLUCIÓN DE LA DEUDA SEGÚN EL CUARTIL DE VARIACIÓN DE LOS INGRESOS DE EXPLOTACIÓN**

	País Vasco				Resto de España				País Vasco vs. resto de España						
	2008	2014	Dif.		2008	2014	Dif.		Dif. 2008	Dif. 2008	t	U	Dif. 2014	t	U
			t	U			t	U							
Deuda s/activo (%)															
Var. ing. explotación, Q1	69,07	62,29	6,55***	6,98***	70,42	63,25	29,50***	31,31***	2,32*	2,95**	1,08	1,23			
Var. ing. explotación, Q2	67,74	62,78	5,73***	6,04***	68,42	62,46	28,82***	31,1***	1,17	2,00*	0,48	0,38			
Var. ing. explotación, Q3	66,65	61,38	6,41***	7,20***	67,92	61,36	33,57***	35,63***	2,18*	2,50*	0,02	0,45			
Var. ing. explotación, Q4	69,93	64,72	6,20***	6,86***	71,12	65,51	28,60***	31,90***	1,88*	2,58**	1,35†	2,05*			
F-ANOVA	6,08***	4,97**			131,83***	138,93***									
p-valor de tendencia	0,746	0,034			0,220	0,000									
Deuda s/NAB (%)															
Var. ing. explotación, Q1	210,25	268,11	8,20***	7,71***	232,79	323,42	46,66***	46,18***	5,72***	6,07***	8,97***	9,23***			
Var. ing. explotación, Q2	183,01	206,12	4,46***	3,70***	205,05	252,57	34,05***	30,49***	6,54***	6,03***	11,11***	10,10***			
Var. ing. explotación, Q3	180,48	182,43	0,41	0,41	203,77	220,95	13,11***	7,59***	6,9***	6,07***	10,47***	8,69***			
Var. ing. explotación, Q4	201,83	195,79	1,09	1,89†	235,13	243,10	5,35***	0,72	7,99***	7,79***	11,9***	11,30***			...



.../...

	País Vasco			Resto de España			País Vasco vs. resto de España			
	2008	2014	Dif.	2008	2014	Dif.	Dif. 2008	Dif. 2014		
			t			U			t	U
Coste del endeudamiento (%)										
Var. ing. explotación, Q1	5,00	3,31	15,42***	5,09	3,24	73,05***	1,15	1,70†	0,91	1,31
Var. ing. explotación, Q2	5,06	3,80	11,54***	5,12	3,81	53,25***	0,75	1,47	0,22	0,30
Var. ing. explotación, Q3	5,19	3,82	12,97***	5,02	3,92	45,88***	2,05*	1,58	1,45†	1,28
Var. ing. explotación, Q4	4,63	3,73	8,61***	4,64	3,83	33,58***	0,19	0,14	1,46†	1,71†
F-ANOVA	8,54***	10,07***		143,76***	294,76***					
p-valor de tendencia	0,012	0,000		0,000	0,000					

Fuente: Cálculos propios a partir de datos de SABI-Infirma. Notas: † p<0,1; \* p<0,05; \*\* p<0,01; \*\*\* p<0,001.

#### 4.3.4. **Diferencias de rentabilidad económica y financiera según el crecimiento de la empresa**

El cuadro nº 11 muestra las principales ratios asociadas a la rentabilidad de las empresas del País Vasco y resto de España agrupadas por cuartiles de crecimiento. Independientemente del tamaño empresarial, las empresas más competitivas son capaces de crecer y alcanzar rendimientos por encima del resto de forma sostenida. En coherencia con esta idea, los datos analizados indican que las empresas que más hicieron crecer sus ingresos de explotación entre 2008 y 2014, es decir, las que están incluidas en el cuarto cuartil de crecimiento, son también las más competitivas en cuanto a la mejora o conservación del rendimiento durante el mismo periodo. Esto es así tanto en el País Vasco como en el resto de España.

Aunque al inicio del periodo de estudio había algunas diferencias entre los grupos de comparación, no se observa en 2008 una clara tendencia que anticipe la existencia de una relación entre la capacidad de crecer de las empresas y el valor medio de los distintos indicadores de rendimiento analizados. Sólo en el caso del ROE, tanto en el País Vasco como en el resto de España, se observa que había relación positiva de los valores medios de este indicador en 2008 con los cuartiles de crecimiento en los que posteriormente se agruparon las empresas, pero las diferencias no son muy acentuadas. Sin embargo, en el año 2014 se observa una clara relación entre los cuartiles de crecimiento y el valor de prácticamente todas las ratios asociadas a la rentabilidad, con excepción del ROA financiero.

En coherencia con el uso eficiente de los activos que se veía anteriormente en el análisis de la estructura inversora, las empresas que más crecieron aumentaron significativamente su ROA a la vez que las demás empresas vieron disminuir la rentabilidad de su activo. De hecho, las empresas vascas que conforman el primer cuartil de crecimiento pasaron de tener un ROA positivo de 3,89% en 2008 a uno negativo de -0,40% en 2014. Asimismo, las empresas del resto de España agrupadas en el primer cuartil de pasaron de tener un ROA de 3,73% en 2008 a -0,59% en 2014. Por el contrario, las empresas que conforman el cuarto cuartil fueron las únicas capaces de aumentar su ROA de manera significativa durante el periodo de análisis. La tendencia es similar en el País Vasco y el resto de España, sin que haya diferencias significativas que destacar entre ambos territorios.

Si se distingue entre activos operacionales y financieros, cabe destacar que, aunque el ROA financiero ha disminuido en todos los casos independientemente de la capacidad de crecimiento de las empresas, la evolución del ROA de operaciones se comporta de manera similar que el ROA general. Es decir, las empresas vascas y del resto de España que más crecieron vieron aumentar significativamente su ROA de operaciones, mientras que las demás empresas del primero, segundo y tercer cuartil sufrieron un caída estadísticamente significativa en este indicador coincidiendo así con la evolución del ROA general. Sin embargo, en comparación con las empresas del resto de España, las empresas vascas agrupadas en el primero y segundo cuartil muestran en 2014 un ROA de operaciones significativamente mayor.

**Cuadro nº 11. COMPARACIÓN DE MEDIAS DE RENTABILIDAD ECONÓMICA Y FINANCIERA SEGÚN EL CUARTIL DE VARIACIÓN DE LOS INGRESOS DE EXPLOTACIÓN**

	País Vasco				Resto de España				País Vasco vs. resto de España				
	2008	2014	Dif.		2008	2014	Dif.		2008	2014	Dif.		
			t	U			t	U			t	U	
ROA (%)													
Var. ing. explotación, Q1	3,89	-0,40	19,31***	19,39***	3,73	-0,59	89,34***	93,39***	1,07	0,41	1,16	1,28	
Var. ing. explotación, Q2	4,01	1,64	11,77***	12,17***	3,95	1,43	58,19***	65,89***	0,35	0,35	1,54†	2,10*	
Var. ing. explotación, Q3	4,34	3,26	5,46***	6,12***	4,19	3,15	24,74***	30,29***	0,95	0,30	0,81	0,33	
Var. ing. explotación, Q4	3,83	4,75	4,44***	4,25***	3,66	4,65	21,07***	19,76***	0,99	0,73	0,73	0,50	
F-ANOVA	2,26†	234,79***			52,53***	5,155,52***							
p-valor de tendencia	0,732	0,000			0,220	0,000							
ROA de operaciones (%)													
Var. ing. explotación, Q1	4,21	0,97	16,56***	16,10***	4,24	0,58	86,19***	84,97***	0,20	1,43	2,61**	2,39*	
Var. ing. explotación, Q2	4,40	2,47	10,79***	10,47***	4,43	2,16	59,57***	62,14***	0,28	0,90	2,42**	2,70**	
Var. ing. explotación, Q3	4,72	3,58	6,46***	6,34***	4,63	3,59	27,58***	29,95***	0,68	0,04	0,06	0,23	
Var. ing. explotación, Q4	4,38	4,78	2,09*	2,04*	4,26	4,76	12,10***	12,08***	0,84	0,85	0,11	0,05	
F-ANOVA	2,60†	153,90***			39,55***	3,990,29***							
p-valor de tendencia	0,129	0,000			0,010	0,000							

.../...

ROA financiero (%)													
Var. ing. explotación, Q1	3,60	0,90	16,48***	14,61***	3,61	0,94	73,67***	62,86***	0,03	0,19	0,87	0,31	
Var. ing. explotación, Q2	3,48	0,91	16,61***	14,76***	3,65	0,99	71,15***	60,04***	1,15	0,57	1,87*	0,22	
Var. ing. explotación, Q3	3,57	0,97	16,71***	14,71***	3,78	1,08	71,68***	58,19***	1,37†	0,57	2,63**	2,42*	
Var. ing. explotación, Q4	3,82	0,93	16,13***	14,37***	3,66	1,10	64,52***	52,05***	0,90	0,31	3,88***	4,12***	
F-ANOVA	0,82	0,45			4,37**	44,39***							
p-valor de tendencia	0,309	0,485			0,050	0,000							
ROE (%)													
Var. ing. explotación, Q1	8,63	1,57	16,47***	16,09***	7,86	1,00	72,28***	76,00***	2,36**	1,35	1,93*	2,24*	
Var. ing. explotación, Q2	8,12	3,63	11,26***	11,59***	7,98	2,85	61,44***	67,86***	0,46	0,41	3,03**	3,78***	
Var. ing. explotación, Q3	8,71	5,65	7,90***	7,53***	8,37	5,17	39,25***	40,96***	1,08	0,97	2,03*	2,83**	
Var. ing. explotación, Q4	9,34	8,85	1,11	0,10	8,74	8,43	3,23***	1,25	1,64†	1,26	1,61†	1,78†	
F-ANOVA	2,26†	142,34***			31,31***	3,286,35***							
p-valor de tendencia	0,079	0,000			0,000	0,000							

Fuente: Cálculos propios a partir de datos de SABI-Informa. Notas: † p<0,1; \* p<0,05; \*\* p<0,01; \*\*\* p<0,001.

Finalmente, las empresas concentradas en los cuartiles de crecimiento uno, dos y tres experimentaron una caída significativa del ROE, tanto en el País Vasco como en el resto de España. La rentabilidad del patrimonio de las empresas agrupadas en el cuarto cuartil también disminuyó aunque de manera estadísticamente significativa sólo en el resto de España. A pesar de la caída generalizada, en 2014 se observa una alineación positiva entre el valor medio de este indicador y la capacidad de crecimiento de las empresas que está vinculada con la evolución de los ratios de rendimiento anteriores. En este caso, las empresas vascas en todos los cuartiles muestran unos valores medios significativamente superiores a los que se observan en el resto de España.

## 5. RESUMEN Y CONCLUSIONES

El interés central de este trabajo ha sido evaluar la importancia que tienen el tamaño y el nivel de crecimiento empresarial en la situación competitiva de las empresas del País Vasco. Para ello, utilizando información económica y financiera proveniente de la base de datos SABI-Infoma, se han examinado los valores centrales de distribución de diferentes indicadores económico-financieros asociados a la competitividad, con el fin de analizar diferencias en función de agrupaciones de empresas por tamaño y crecimiento de los ingresos de explotación, tomando como referencia temporal los años 2008 y 2014, y comparando la situación de las empresas del País Vasco con las del resto de España.

Los análisis realizados han mostrado la existencia de cambios notables entre 2008 y 2014 que afectan la posición competitiva media de las empresas desde el punto de vista económico-financiero. De manera general, se ha observado un aumento del peso relativo de los activos financieros entre 2008 y 2014, especialmente en las empresas vascas. Esta evolución ha estado acompañada de un desapalancamiento financiero con el que los fondos propios han ganado peso, pero también de una disminución de la capacidad de devolución de la deuda y de la eficiencia en el uso de los activos. Los resultados también han mostrado una tendencia general al deterioro en los ratios de rentabilidad y un aumento de su dispersión entre empresas. Esto último, además de reflejar el carácter pro cíclico de la economía, implica que hay empresas que ya se han recuperado desde el comienzo de la crisis, mientras que otras aún siguen mostrando debilidades.

Para comprender mejor esta heterogeneidad, se ha procedido a analizar a las empresas por tamaño y capacidad de crecimiento. En este sentido, el aumento relativo de los activos financieros experimentado de forma general entre 2008 y 2014 fue especialmente relevante en el caso de las empresas grandes, pero también en el caso de las empresas agrupadas en el cuartil más bajo de crecimiento. En coherencia con la literatura, se ha observado que al final del periodo la importancia relativa de los activos financieros aumenta con el tamaño de la empresa, pero no se ha observado relación alguna con la capacidad de crecimiento ya que son las empresas que menos

crecieron entre 2008 y 2014 las que muestran una mayor proporción de activos financieros. Por el contrario, la deuda como porcentaje del activo disminuyó de manera generalizada durante el periodo de análisis independientemente del tamaño y crecimiento de las empresas, aunque tanto en el País Vasco como en el resto de España esta disminución fue menos significativa en las empresas medianas y grandes. En este caso, no se ha observado claramente una relación lineal de los niveles de endeudamiento con el tamaño ni con el crecimiento, aunque entre las empresas más endeudadas al final del periodo se encuentran, como es esperable, las agrupadas en el cuartil superior de crecimiento.

El deterioro de la capacidad de devolución de la deuda se ha observado principalmente en el caso de las empresas micro, pequeñas y medianas y en el caso de las empresas agrupadas en los cuartiles inferiores de crecimiento, que conjuntamente durante el periodo de análisis han visto aumentar significativamente la ratio de deuda como porcentaje del valor añadido, así como el número de años necesarios para devolver la deuda con la totalidad del resultado de explotación. En consecuencia, al final del periodo, las empresas grandes y las que más crecieron, en comparación con las pymes y las que menos crecieron, respectivamente, muestran una mejor capacidad para saldar su deuda. De igual forma, la disminución del margen comercial y la rotación del activo entre 2008 y 2014 afectó principalmente a las pymes, así como también a las empresas de los cuartiles inferiores de crecimiento; mientras que las empresas grandes y las del cuartil de crecimiento superior mejoraron, o al menos mantuvieron, su eficiencia en el uso de los activos. De esta manera, se ha observado que al final del periodo las variables de tamaño y crecimiento guardan una relación positiva con el margen comercial principalmente en el caso de las empresas del País Vasco, así como también una relación positiva con la rotación del activo principalmente en el caso de las empresas del resto de España.

Los resultados también han indicado que, aunque la disminución de la rentabilidad del activo y del patrimonio fue generalizada por tramos de tamaño, por cuartiles de crecimiento esta disminución afectó sólo a las empresas que experimentaron una variación negativa de los ingresos de explotación. Por el contrario, las empresas agrupadas en el cuartil superior de crecimiento vieron aumentar su rentabilidad del activo, en particular del activo de operaciones, a la vez que mantuvieron o vieron reducir muy ligeramente su rentabilidad del patrimonio. En consecuencia, al final del periodo se ha observado una relación positiva entre la capacidad de crecimiento de las empresas y la rentabilidad, aunque cabe destacar que los resultados también han mostrado que no necesariamente son las empresas grandes las más rentables por tramos de tamaño.

Estos resultados contribuyen a completar el trabajo de otros autores que han analizado factores internos de competitividad de las empresas vascas de carácter más intangible (Martínez Santa María *et al.*, 2010), o que se han centrado sólo en el tamaño sin considerar el crecimiento (Navarro *et al.*, 2015). Además, mientras otros

trabajos han utilizado datos agregados para analizar la competitividad de las empresas vascas (Navarro, 2015; Navarro *et al.*, 2015), este trabajo hace uso de microdatos.

En cuanto a las orientaciones que se derivan del mismo, los agentes económicos, cabe decir que desde el punto de vista de los gestores de empresa, parece recomendable indicar que, para poder construir una ventaja competitiva, la estructura de inversión y financiación debe ser coherente con el tamaño y crecimiento de la empresa. El endeudamiento crea valor en etapas de crecimiento; por consiguiente, las empresas que más crecen son capaces de alcanzar mayores niveles de rentabilidad, pero a cambio deben asumir mayores niveles de deuda. Sin embargo, el reto no es endeudarse para alcanzar un tamaño determinado, sino mantener el ritmo de crecimiento vigilando constantemente indicadores de desempeño intermedio como la eficiencia en el uso de los activos y la capacidad de devolución de la deuda. Asimismo, desde el punto de vista de políticas públicas, no cabe duda que se debe favorecer el crecimiento, bien sea con políticas de entorno general o con actuaciones específicas orientadas a actividades económicas en las que el territorio se encuentra especializado, pero poniendo énfasis en empresas cuyo tamaño se encuentra por debajo del que para la naturaleza de su actividad se observa en otros entornos de referencia (Navarro *et al.*, 2015). Por otro lado, el hecho de que las empresas que más crecen sean también las más endeudadas implica que una condición necesaria para el crecimiento empresarial es que no sólo haya en el mercado financiación suficiente, sino también que, como sugiere Salas Fumás (2013), el coste, naturaleza y plazo de la financiación disponible sean, como mínimo, similares a los que disfrutaban las empresas de otros entornos de referencia. En este punto es importante que el sistema financiero sea eficiente en la financiación de activos intangibles que, a pesar de tener bajo valor como colaterales, representan recursos y capacidades clave para el crecimiento y la competitividad.

Una limitación importante de este estudio es que no se consideran las empresas fallidas, que habiendo salido del mercado han quedado excluidas de la muestra. Con ello, se puede asumir que existe un sesgo derivado del hecho de que las empresas incluidas en la muestra son las «mejores supervivientes», especialmente en el caso de las empresas micro que, en general, siendo más propensas a fracasar, han debido crecer por encima de la media para poder sobrevivir y permanecer en la muestra durante el periodo de estudio. Esta limitación implica que los resultados deban interpretarse con cautela, sin que ello invalide las conclusiones expuestas aquí, ya que en muchos casos los resultados obtenidos son coherentes con la literatura. Otra limitación es que tampoco se ha hecho un análisis desagregado por sectores, si bien se reconoce que la relación entre el tamaño y crecimiento, por un lado, y la inversión, endeudamiento y rentabilidad, por el otro, puede estar determinada por la actividad económica de la empresa (Navarro *et al.*, 2015).

La disponibilidad de microdatos con información financiera de las empresas supone la posibilidad de abrir nuevas y variadas líneas de investigación. Por ejem-

plo, es pertinente incorporar al análisis futuro la incidencia de las diferencias sectoriales ya que cada actividad económica tiene fases y condiciones operativas propias que afectan el crecimiento empresarial y demandan una comparación de sus ratios de manera particular. Dos sectores que tienen un comportamiento particular y que han sufrido significativamente la crisis son la construcción y la industria. En este último el País Vasco tiene una marcada especialización con respecto al resto de España. Finalmente, si bien es importante que las empresas crezcan, sólo un pequeño subconjunto de ellas es capaz de crecer de manera significativa creando una gran impacto en el mercado. Para estas empresas, conocidas habitualmente como empresas de alto crecimiento, la disposición de recursos económico-financieros es fundamental, de manera que de cara al futuro parece necesario incorporar al análisis una distinción de este tipo de empresas dentro del colectivo de empresas capaces de crecer a la hora de analizar la posición competitiva desde el punto de visto económico-financiero.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ACEDO RAMÍREZ, M.Á., AYALA CALVO, J.C. Y RODRIGUEZ OSÉS, J.E. (2005): Rentabilidades, endeudamiento y coste de la deuda de las pymes: análisis empírico de las empresas por tamaños. *Revista europea de dirección y economía de la empresa*, 14(4), 185-200.
- ACOSTA MOLINA, M. Y MEDINA HERNÁNDEZ (1999): Función financiera y estrategia competitiva de la empresa. *Investigaciones europeas de dirección y economía de la empresa*, 5(2), 55-68.
- ASIMAKOPOULOS, I., SAMITAS, A. Y PAPADOGONAS, T. (2009): Firm-specific and economy wide determinants of firm profitability: Greek evidence using panel data. *Managerial Finance*, 35(11), 930-939. doi:10.1108/03074350910993818
- BARNEY, J.B. (1986): Organizational Culture: Can It Be a Source of Sustained Competitive Advantage? *The Academy of Management Review*, 11(3), 656-665. doi:10.2307/258317
- (1991): Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120.
- BECKER-BLEASE, J.R., KAEN, F.R., ETEBARI, A. Y BAUMANN, H. (2010): Employees, firm size and profitability in U.S. manufacturing industries. *Investment Management and Financial Innovations*, 7(2), 7-23.
- BERGER, A.N. Y UDELL, G.F. (1998): The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 22(6-8), 613-673. doi:10.1016/S0378-4266(98)00038-7
- BOOTH, L., AIVAZIAN, V., DEMIRGUC-KUNT, A. Y MAKSIMOVIC, V. (2001): Capital Structures in Developing Countries. *The Journal of Finance*, 56(1), 87-130. doi:10.1111/0022-1082.00320
- BRUSH, T.H., BROMILEY, P. Y HENDRICKX, M. (1999): The relative influence of industry and corporation on business segment performance: an alternative estimate. *Strategic Management Journal*, 20(6), 519-547. doi:10.1002/(SICI)1097-0266(199906)20:6<519::AID-SMJ32>3.0.CO;2-8
- BUCKLEY, P. J., PASS, C. L., Y PRESCOTT, K. (1988): Measures of international competitiveness: A critical survey. *Journal of Marketing Management*, 4(2), 175-200. doi:10.1080/0267257X.1988.9964068
- CALVO-FLORES SEGURA, A., GARCÍA PÉREZ DE LEMA, D. Y ARQUES PÉREZ, A. (2000): Posición del riesgo financiero en la industria espa-

ñola. En V. García Martín & D. García Pérez de Lema (Eds.), *Decisiones financieras y fracaso empresarial* (pp. 161-194). Madrid: Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas.

- CONSEJO EMPRESARIAL PARA LA COMPETITIVIDAD (2014): *España 2018*. Madrid: Consejo Empresarial para la Competitividad.
- DAMANPOUR, F. (1991): Organizational Innovation: A Meta-Analysis of Effects of Determinants and Moderators. *Academy of Management Journal*, 34(3), 555-590.
- DAVIDSSON, P. Y WIKLUND, J. (2006): Conceptual and empirical challenges in the study of firm growth. En P. Davidsson, F. Delmar, & J. Wiklund (Eds.), *Entrepreneurship and the Growth of Firms* (pp. 39-61). Cheltenham, UK: Edward Elgar.
- DEAN, T.J., BROWN, R.L. Y BAMFORD, C.E. (1998): Differences in large and small firm responses to environmental context: strategic implications from a comparative analysis of business formations. *Strategic Management Journal*, 19(8), 709-728. doi:10.1002/(SICI)1097-0266(199808)19:8<709::AID-SMJ966>3.0.CO;2-9
- DHAWAN, R. (2001): Firm size and productivity differential: theory and evidence from a panel of US firms. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 44(3), 269-293. doi:10.1016/S0167-2681(00)00139-6
- ERIOTIS, N., VASILIOU, D. Y VENTOURA-NEOKOSMIDI, Z. (2007): How firm characteristics affect capital structure: an empirical study. *Managerial Finance*, 33(5), 321-331. doi:10.1108/03074350710739605
- FARIÑAS, J.C. Y MARTÍN MARCOS, A. (2001): Tamaño empresarial, flexibilidad de costes y cambio tecnológico. *Papeles de economía española*, (89-90), 272-285.
- FERNÁNDEZ DE GUEVARA RADOSELOVICS, J. (2014): El riesgo de las empresas españolas en la crisis. En J. C. Fariñas García & J. Fernández de Guevara Radoselovics (Eds.), *La empresa española ante la crisis del modelo productivo: Productividad, competitividad e innovación* (pp. 317-394). Bilbao: Fundación BBVA.
- FIGENBAUM, A. Y KARNANI, A. (1991): Output flexibility—A competitive advantage for small firms. *Strategic Management Journal*, 12(2), 101-114. doi:10.1002/smj.4250120203
- FISHER, S.R. Y WHITE, M.A. (2000): Downsizing in a Learning Organization: Are There Hidden Costs? *The Academy of Management Review*, 25(1), 244-251. doi:10.2307/259273
- FUNDACIÓN BBVA-IVIE (2014): *Crecimiento y competitividad: Los desafíos de un desarrollo inteligente*. Bilbao: Fundación BBVA-IVIE.
- GARELLI, S. (2014): The Fundamentals and History of Competitiveness. En *IMD World Competitiveness Yearbook 2014* (pp. 488-503). Lausanne, Switzerland: IMD World Competitiveness Center.
- GODDARD, J., TAVAKOLI, M. Y WILSON, J.O.S. (2009): Sources of variation in firm profitability and growth. *Journal of Business Research*, 62(4), 495-508. doi:10.1016/j.jbusres.2007.10.007
- HALL, M. Y WEISS, L. (1967): Firm Size and Profitability. *The Review of Economics and Statistics*, 49(3), 319-331. doi:10.2307/1926642
- HANNAN, M.T. Y FREEMAN, J. (1984): Structural Inertia and Organizational Change. *American Sociology Review*, 49(2), 149-164.
- JENG, D. J.-F. Y PAK, A. (2016): The variable effects of dynamic capability by firm size: the interaction of innovation and marketing capabilities in competitive industries. *International Entrepreneurship and Management Journal*, 12(1), 115-130. doi:10.1007/s11365-014-0330-7
- KURSHEV, A. Y STREBULAEV, I.A. (2015): Firm Size and Capital Structure. *Quarterly Journal of Finance*, 5(3), 1550008. doi:10.1142/S2010139215500081
- LEE, J. (2009): Does Size Matter in Firm Performance? Evidence from US Public Firms. *International Journal of the Economics of Business*, 16(2), 189-203. doi:10.1080/13571510902917400
- MARTÍNEZ SANTA MARIA, R., CHARTERINA ABANDO, J. Y ARAUJO DE LA MATA, A. (2010): Un modelo causal de competitividad empresarial planteado desde la VBR: Capacidades directivas, de innovación, marketing y calidad. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 16(2), 165-188. doi:10.1016/S1135-2523(12)60117-8
- MAUDOS VILLARROYA, J. Y FERNÁNDEZ DE GUEVARA RADOSELOVICS, J. (2014): *Endeudamiento y estructura financiera de las empresas españolas en el contexto europeo: El impacto de la crisis*. Bilbao: Fundación BBVA.

- MCGAHAN, A.M. Y PORTER, M.E. (1999): The Persistence of Shocks to Profitability. *Review of Economics and Statistics*, 81(1), 143-153. doi:10.1162/003465399767923890
- MCGAHAN, A.M. Y VICTER, R. (2010): How much does home country matter to corporate profitability? *Journal of International Business Studies*, 41(1), 142-165.
- MICHAELAS, N., CHITTENDEN, F. Y POUTZIOURIS, P. (1999): Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data. *Small Business Economics*, 12(2), 113-130. doi:10.1023/A:1008010724051
- NAVARRO, M. (2015): Análisis económico-financiero comparado de la empresa vasca. En Orkestra (Ed.), *Cuadernos del Informe de Competitividad del País Vasco 2015. Número 1: Diagnóstico de competitividad* (pp. 61-74). Bilbao: Publicaciones Deusto.
- NAVARRO, M., GUERRERO, M. Y GONZÁLEZ PERNÍA, J.L. (2015): El tamaño empresarial. En Orkestra (Ed.), *Cuadernos del Informe de Competitividad del País Vasco 2015. Número 2: Factores empresariales* (pp. 13-56). Bilbao: Publicaciones Deusto.
- ORSER, B.J., HOGARTH-SCOTT, S. Y RIDING, A.L. (2000): Performance, firm size, and management problem solving. *Journal of Small Business Management*, 38(4), 42-58.
- PÉREZ-LÓPEZ, C. (2005): *Técnicas Estadísticas con SPSS 12 - Aplicaciones al análisis de datos*. Madrid: Pearson Education.
- PORTER, M.E. (1979). How Competitive Forces Shape Strategy. *Harvard Business Review*, 57(2), 5-8.
- RAJAN, R.G. Y ZINGALES, L. (1995): What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460. doi:10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x
- ROBB, A.M. (2002): Small Business Financing: Differences Between Young and Old Firms. *Journal of Entrepreneurial Finance and Business Ventures*, 7(2), 45-64.
- SALAS FUMÁS, V. (2013): La financiación externa de la empresa española: Situación actual y perspectivas. *Economía Industrial*, (387), 71-86.
- SÁNCHEZ BALLESTA, J.P. Y GARCÍA PÉREZ DE LEMA, D. (2003): Influencia del tamaño y la antigüedad de la empresa sobre la rentabilidad: Un estudio empírico. *Revista de Contabilidad*, 6(2), 169-206.
- SÁNCHEZ VIDAL, J. Y MARTÍN UGEDO, J. F. (2008): *Edad y tamaño empresarial y ciclo de vida financiero* (IVIE Working Papers serie EC No. 2008-12). Valencia: Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas.
- SCHMALENSSEE, R. (1985): Do Markets Differ Much? *The American Economic Review*, 75(3), 341-351.
- (1989): Intra-Industry Profitability Differences in US Manufacturing 1953-1983. *The Journal of Industrial Economics*, 37(4), 337-357. doi:10.2307/2098372
- SERRASQUEIRO, Z.S. Y NUNES, P.M. (2008): Performance and size: empirical evidence from Portuguese SMEs. *Small Business Economics*, 31(2), 195-217. doi:10.1007/s11187-007-9092-8
- STEKLER, H.O. (1963): *Profitability and Size of Firm*. Berkeley, CA: Institute of Business and Economic Research, University of California.
- TITMAN, S. Y WESSELS, R. (1988): The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19. doi:10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x
- VARGAS, J.P.M. (2015): *Identifying Binding Constraints to Growth: Does Firm Size Matter?* (IMF Working Paper No. 15/3). Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- WARING, G.F. (1996): Industry Differences in the Persistence of Firm-Specific Returns. *The American Economic Review*, 86(5), 1253-1265.

**Anexo**

**PARTIDAS DE BALANCE Y CUENTAS DE RESULTADOS**

		Agregación propuesta por Navarro (2015)	Cuentas empleadas por SABI-Informa en su formato abreviado de cuentas
BALANCE	ACTIVO	1.1 Activos operacionales	I1 Inmovilizado intangible
			II1 Inmovilizado material
			III1 Inversiones inmobiliarias
			VII1 Deudas comerciales no corrientes
			III2 Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar
			II2 Existencias
			VII2 Efectivo y otros activos líquidos equivalentes
			VI1 Activos por impuesto diferido
			VI2 Periodificaciones a corto plazo
			1.2 Activos financieros
	V1 Inversiones financieras a largo plazo		
	IV2 Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo		
	V2 Inversiones financieras a corto plazo		
	PASIVO	2.1 Patrimonio neto	A) Patrimonio neto
		2.2 Provisiones	I1 Provisiones a largo plazo
			I2 Provisiones a corto plazo
		2.3 Deuda financiera	II1 Deudas a largo plazo
			III1 Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo
			IV1 Pasivos por impuesto diferido
			VII1 Deuda con características especiales a largo plazo
II2 Deudas a corto plazo			
III2 Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo			
VI2 Deuda con características especiales a corto plazo			
2.4 Deuda comercial	VI Acreeedores comerciales no corrientes		
	IV Acreeedores comerciales y otras cuentas a pagar		
2.5 Periodificaciones	V1 Periodificaciones a largo plazo		
	V2 Periodificaciones a corto plazo		

.../...

.../...

	Agregación propuesta por Navarro (2015)	Cuentas empleadas por SABI-Infirma en su formato abreviado de cuentas
CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	Cifra de negocios	1. Importe neto de la cifra de negocios
	Ingresos de Explotación	Suma de los saldos de las cuentas 1, 2, 3, 5, 9, 10, 11 y 12 cuando tienen signo positivo
	Consumos intermedios **	Consumos intermedios **
	Gastos de personal	6. Gastos de personal
	Amortizaciones	8. Amortización del inmovilizado
	Resultado neto de explotación	A. Resultado de explotación
	Ingresos financieros	13. Ingresos financieros Suma de los saldos de las cuentas 16, 17 y 18 cuando tienen signo positivo
	Gastos financieros	14. Gastos financieros Suma de los saldos de las cuentas 16, 17 y 18 cuando tienen signo negativo
	Impuestos	19. Impuestos sobre beneficios
	Resultado del ejercicio	D) Resultado del ejercicio

Fuente: Navarro (2015).

Notas: \*\* Esta partida se ha obtenido por diferencia: Ingresos de explotación-gastos de personal-amortizaciones-Resultado neto de explotación.