



universidad
de león
Facultad de Ciencias
Económicas y Empresariales

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Universidad de León

Grado en Finanzas

Curso 2018/2019

**ESTRUCTURA DE CAPITAL DE EMPRESAS ESPAÑOLAS DEL
SECTOR SERVICIOS: INFORMACIÓN Y COMUNICACIÓN FRENTE A
HOSTELERÍA**

CAPITAL STRUCTURE OF SPANISH COMPANIES OF SERVICES
SECTOR: INFORMATION AND COMMUNICATION VERSUS HOSPITALITY

Realizado por Sara Diez Acevedo

Tutelado por María Teresa Tascón Fernández y Paula Castro Castro

León, 26 de junio de 2019

ÍNDICE

Resumen	5
Palabras clave	5
1. Introducción	6
2. Objeto del estudio	8
3. Estructura de capital de las empresas	9
3.1. Definición	9
3.2. Principales fuentes de endeudamiento	13
3.3. Estudios y teorías previos	16
4. Factores determinantes del endeudamiento	22
4.1. Sector al que pertenece la empresa	23
4.2. Tamaño de la empresa	23
4.3. Crecimiento.....	25
4.4. Recursos propios.....	27
4.5. Coste del endeudamiento	27
5. Sectores objeto de análisis	29
5.1. Información y comunicación	31
5.2. Hostelería y turismo.....	34
5.3. Impacto del período de crisis en el sector.....	38
6. Análisis empírico	41
6.1. Ámbito de aplicación.....	41
6.2. Información y Comunicación	44
6.3. Hostelería.....	53
6.4. Comparación de los resultados obtenidos en ambos sectores	59
8. Conclusiones	64
9. Bibliografía.....	67
9. Anexo.....	71

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 3.1: Balance de situación.....	9
Figura 3.2: Relación estructura financiera y económica en balance.....	11
Figura 3.3: Representación en balance del Fondo de Maniobra.....	12

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 6.1: Criterios de selección utilizados en SABI.....	43
Cuadro 6.2: Variables del modelo.....	43

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 5.1: Evolución de la producción por sectores (1970-2015).....	29
Tabla 5.2: Evolución del empleo por sectores (1970-2015).....	29
Tabla 6.1: Estadísticos descriptivos en Información y Comunicación.....	44
Tabla 6.2: Estadísticos de colinealidad en Información y Comunicación.....	48
Tabla 6.3: Estadístico Durbin-Watson en Información y Comunicación.....	50
Tabla 6.4: Coeficientes del modelo de regresión de Información y Comunicación.....	51
Tabla 6.5: Modelo ANOVA de Información y Comunicación.....	52
Tabla 6.6: Resumen del modelo de regresión de Información y Comunicación.....	53
Tabla 6.7: Correlación de Pearson en Información y Comunicación.....	61
Tabla 6.8: Correlación de Pearson en Hostelería.....	61
Tabla 6.9: Comparación del estadístico Durbin-Watson para ambas.....	62
Tabla A.1: Coeficientes de correlación en Información y Comunicación.....	71
Tabla A.2: Coeficientes de correlación en Hostelería.....	72
Tabla A.3: Estadísticos descriptivos en Hostelería.....	73
Tabla A.4: Estadísticos de colinealidad en Hostelería.....	73
Tabla A.5: Prueba de Kolmogorov-Smirnov para Hostelería.....	73
Tabla A.6: Estadístico Durbin-Watson en Hostelería.....	73

Tabla A.7: Coeficientes del modelo de regresión de Hostelería.....	74
Tabla A.8: Modelo ANOVA de Hostelería.....	74
Tabla A.9: Resumen del modelo de regresión de Hostelería.....	74
Tabla A.10: Coeficientes del modelo estimado de Información y Comunicación.....	75
Tabla A.11: Coeficientes del modelo estimado de Hostelería.....	75

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 5.1: Evolución del número de empresas (2011-2016).....	32
Gráfico 5.2: Evolución cifra de negocio.....	32
Gráfico 5.3: Evolución del número de empleados.....	33
Gráfico 5.4: Evolución de la inversión (2011-2016) (mill.eur).....	34
Gráfico 5.5: Evolución de la influencia de Información y Comunicación en el VABPm.....	34
Gráfico 5.6: Evolución de la aportación al PIB del turismo (mill.eur).....	36
Gráfico 5.7: Evolución de la aportación al PIB del turismo (porcentaje).....	36
Gráfico 5.8: Evolución de los puestos de trabajo de turismo (2010-2015)....	37
Gráfico 5.9: PIB total economía y VAB del sector servicios (2001-2016)....	39
Gráfico 6.1: Comparación de los estadísticos descriptivos de ambas.....	59

RESUMEN

En este trabajo, se realiza un análisis de la estructura de capital y de las diferentes fuentes de financiación. Concretamente, se estudia cómo estructuran su capital las empresas pertenecientes a dos de las principales ramas de actividad del sector servicios: Información y Comunicación, y Hostelería.

Se analiza la repercusión de dichos subsectores, así como su evolución una vez iniciada la crisis económica en España y, posteriormente, se realiza el análisis empírico. Los resultados muestran que las variables que afectan mayormente al nivel de deuda coinciden para ambos subsectores en el caso de la liquidez y los tipos de interés, pero difieren en el ROA. Por otro lado, los factores que no afectan a dicho nivel de deuda son diferentes en ambos casos: en Información y Comunicación son el tamaño y el PIB, mientras que en Hostelería es el crecimiento de su activo.

ABSTRACT

In this document, an analysis of the capital structure and the different sources of financing is carried out. Specifically, it is studied how the capital is structured in companies belonging to two of the main branches of activity in the services sector: Information and Communication, and Hospitality.

The repercussion of these subsectors as well as their evolution during the crisis period is firstly analysed and then the empirical analysis is carried out. Our results show that liquidity and interest rate are two of the most important variables in both subsectors, but they differ in respect to ROA. On the other hand, the factors that do not affect to the level of debt are different in both cases: in Information and Communication, it is size and GDP, while it is growth in Hospitality.

PALABRAS CLAVE

Estructura de capital | Deuda | Información y Comunicación | Hostelería

KEY WORDS

Capital structure | Debt | Information and Communication | Hospitality

1. INTRODUCCIÓN

En este trabajo se lleva a cabo una comparación de los factores que influyen en la estructura de capital de las empresas pertenecientes a dos de las principales ramas de actividad del sector servicios: Información y Comunicación, y Hostelería. El objetivo principal es conocer cómo afectan las mismas variables a cada una de ellas, en qué comportamiento se asemejan y en cuáles difieren, si hay alguno de estos factores que sea muy relevante para una de estas ramas de actividad, pero no para la otra, etc.

La estructura de capital ha sido uno de los asuntos más analizados en Economía Financiera. Han sido numerosos los autores que han realizado investigaciones sobre este asunto, tratando de encontrar la proporción de fondos de financiación que resulte menos costosa sin incurrir en riesgo de solvencia o de quiebra.

De hecho, en este trabajo, se recogen los principales estudios que abordan este asunto, desde la tesis tradicional partidaria de una estructura financiera óptima, pasando por la teoría de Miller y Modigliani que, además, sirve como base para el desarrollo de otros análisis, algunos de las cuales también se exponen en este documento.

Sin embargo, pese a que han sido muchos los autores que han dedicado sus investigaciones a este tema, no hay un consenso sobre qué factores determinan realmente la estructura de capital de las empresas, cuáles influyen de manera más significativa, qué fuentes de financiación son las más convenientes, etc.

Este estudio parte de una explicación inicial de la estructura de capital y sus principales determinantes, empleando, como base para ello, estas teorías y análisis desarrollados por investigadores en la materia. Posteriormente, se analiza en profundidad el sector al que pertenecen las actividades analizadas: el sector servicios. Además, se hace especial hincapié en las dos ramas objeto de estudio y su evolución desde el inicio de la crisis económica en España. Por último, se realizan dos análisis empíricos, uno para cada rama de actividad, y se comparan los resultados obtenidos.

En cuanto a los resultados, gracias al análisis de los estadísticos descriptivos, se puede afirmar que el nivel de endeudamiento soportado por las empresas de Hostelería es inferior al de las compañías de Información y Comunicación.

Por otro lado, gracias a la aplicación del Análisis de Regresión Múltiple en ambos casos, ha sido posible detectar las variables que resultan más significativas en una y otra

actividad. Ambas coinciden en dos de los factores que presentan una mayor significatividad en el nivel de deuda soportado. Es el caso de los tipos de interés y de la liquidez. Sin embargo, en las empresas de Información y Comunicación, el ROA también tiene un peso importante en sus estructuras de capital, mientras que en Hostelería su relevancia es menor. Además, también difieren en las variables que no son relevantes en el modelo estimado, pues en el caso de Información y Comunicación no lo son el tamaño de las empresas y el PIB, mientras que en las compañías hosteleras no resulta significativo el crecimiento de sus activos.

2. OBJETIVO DEL ESTUDIO

Como se ha mencionado anteriormente, el principal objetivo o finalidad de este trabajo es analizar la estructura de capital de las empresas pertenecientes a dos de las principales ramas de actividad del sector servicios: Información y Comunicación, y Hostelería.

Sin embargo, existen otros objetivos que se persiguen con la realización de este estudio, entre los que destacan los siguientes:

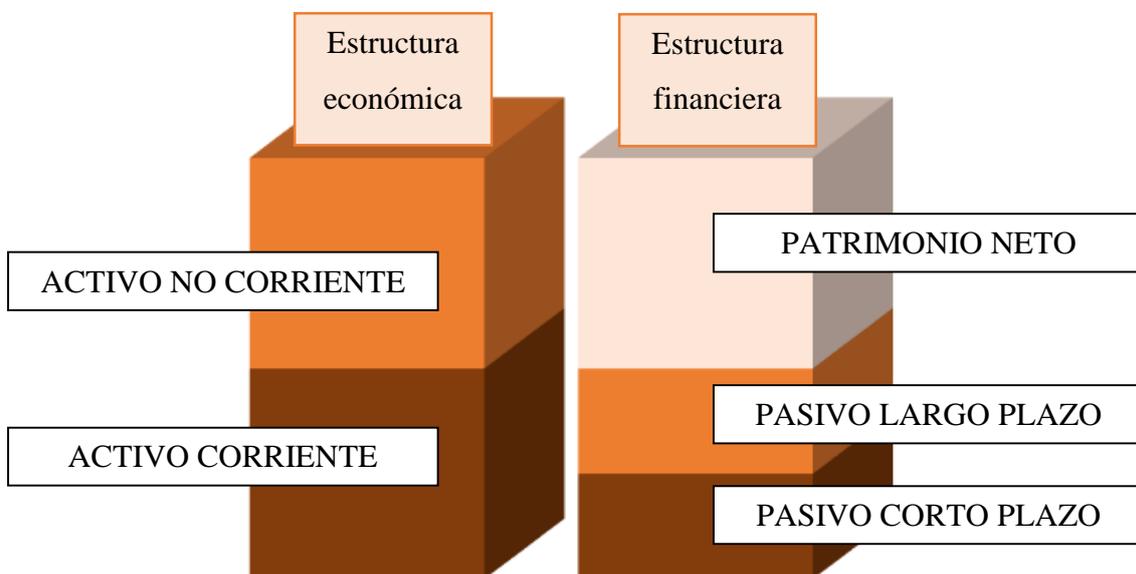
- Definir la estructura de capital de las empresas de forma genérica, incidiendo en las principales fuentes de financiación a las que pueden acceder las distintas compañías.
- Conocer los diversos estudios realizados a lo largo de la historia sobre este asunto y las aportaciones que se han ido haciendo a raíz de ellos.
- Analizar los principales factores que determinan el nivel y la forma de endeudamiento de las empresas, incidiendo en los que han sido considerados principales por los diferentes autores analizados.
- Estudiar las dos ramas de actividad objeto de análisis: Información y Comunicación, y Hostelería, incidiendo en sus principales características y aportaciones al sector Servicios, al que ambas pertenecen.
- Conocer la evolución experimentada por los dos subsectores analizados durante el período de tiempo 2008 – 2016, años posteriores a la época de recesión española. De hecho, el período seleccionado permite analizar cómo reaccionaron ante tal situación de recesión estos sectores y estudiar si su comportamiento fue mejor o peor que el del resto de la economía española.
- Realizar dos análisis empíricos, uno de cada uno de los subsectores analizados, con el objetivo de poder finalizar el estudio con una comparación de ambos para poder dar respuesta a la principal pregunta de este trabajo sobre cuáles son los principales factores que afectan a sus respectivas estructuras de capital y por qué unos son más importantes que otros.

3. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LAS EMPRESAS

3.1. Definición

El patrimonio de una empresa está formado por el conjunto de sus bienes, derechos y obligaciones. Los bienes hacen referencia a los diferentes elementos pertenecientes a la empresa que son utilizados por la misma para cubrir necesidades de la actividad (herramientas, vehículos, edificios...); los derechos son obligaciones que terceras personas o entidades han contraído con la empresa; mientras que las obligaciones son deudas que la empresa ha contraído con terceras personas o entidades. El conjunto de bienes, derechos y obligaciones que posee una empresa da lugar a la estructura económico-financiera de la misma, por lo que, en el balance de situación de cualquier entidad, se pueden distinguir dos grupos claramente diferenciados: la estructura económica, que hace referencia a sus bienes y derechos, y la estructura financiera, que engloba únicamente sus obligaciones (Díez y Prado, 2009).

Figura 3.1: Balance de situación



Fuente: elaboración propia.

Una correcta relación entre ambas garantiza el adecuado funcionamiento de una compañía ya que, en caso de que no existiera la parte financiera, no sería posible adquirir los elementos o bienes necesarios para el desarrollo de la actividad, al igual que sin la

parte económica no sería posible que la empresa siguiese el curso habitual de actividad, pues no tendría medios para ello.

En este caso, el trabajo se centra en la estructura financiera de las empresas pertenecientes a dos ramas de actividad del sector servicios. Por ello, antes de realizar el análisis empírico deseado, es necesario conocer más en profundidad qué es la estructura financiera y cuáles son sus componentes principales.

La estructura financiera de una empresa refleja las fuentes de financiación que dicha compañía utiliza para poder adquirir los elementos que componen su estructura económica, es decir, su activo. En otras palabras, se trata de su capital financiero, recursos propios y ajenos, a partir del cual realiza las inversiones oportunas para el desarrollo de su actividad. Dicha estructura aparece reflejada, como ya se ha indicado anteriormente, en el balance de situación de la empresa, donde puede apreciarse que las partidas que la componen se agrupan en dos secciones: pasivo corriente y pasivo no corriente. La diferencia principal que existe entre ambos radica en la exigibilidad de los elementos que los forman: el pasivo corriente hace referencia a las obligaciones que la empresa ha contraído con vistas a corto plazo, generalmente un período no superior a un año, mientras que el pasivo no corriente se refiere a las deudas que la empresa enfrentará a medio o largo plazo, es decir, en un período superior al año (Díez y Prado, 2009).

De acuerdo con Casanovas y Bertrán (2013), en función de cuál sea el destino de dicha financiación, las necesidades de la empresa pueden clasificarse en dos grupos: permanentes y temporales. Las permanentes son aquellas que están presentes en la marcha diaria de la empresa. Sin embargo, las temporales son las que la afectan de manera transitoria, por lo que no deben ser atendidas en el día a día, sino que aparecen en ciertas ocasiones debido a determinadas situaciones o actividades y desaparecen cuando estas finalizan.

En cuanto a la forma en que las empresas combinan sus recursos financieros para hacer frente a cualquier situación que se les presente, en ocasiones, se piensa que se realiza en función de la rentabilidad. Sin embargo, lo fundamental para que la gestión de dichos recursos sea exitosa es conseguir un equilibrio financiero, es decir, situar a la empresa en una posición de solvencia, lo que significa que ésta pueda hacer frente a todas sus obligaciones de pago. Esta cuestión se consigue gracias a una correcta combinación

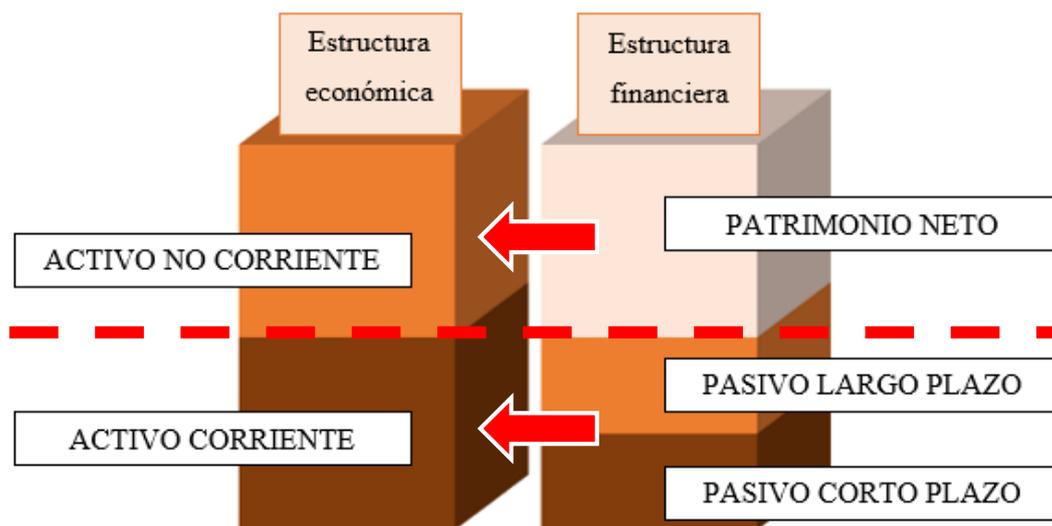
entre la estructura económica, la financiera y los ciclos de explotación y de capital que atraviesan las empresas (Díez y Prado, 2009).

A corto plazo, la solvencia de la compañía hace referencia a su capacidad para generar en un determinado período de tiempo, generalmente inferior al año, los recursos necesarios para hacer frente a sus obligaciones de pago a través de sus ciclos económicos. Estos recursos se reflejarán en la tesorería, en sus existencias o en deudas contraídas por los clientes con la compañía. Sin embargo, entre estas partidas, también existen diferencias ya que, en el caso de las existencias y de los deudores, su total liquidación impediría continuar con la marcha del negocio.

A largo plazo, la solvencia de la empresa implica la capacidad de la misma para hacer frente a las deudas contraídas con un horizonte temporal más extenso, generalmente un período de tiempo superior al año (Díez y Prado, 2009).

En otras palabras, lo ideal sería que existiera una perfecta relación entre el pasivo y el activo, de manera que el activo no corriente se financie con el pasivo a largo plazo y el activo corriente lo haga con el pasivo a corto plazo.

Figura 3.2: Relación estructura financiera y económica en balance

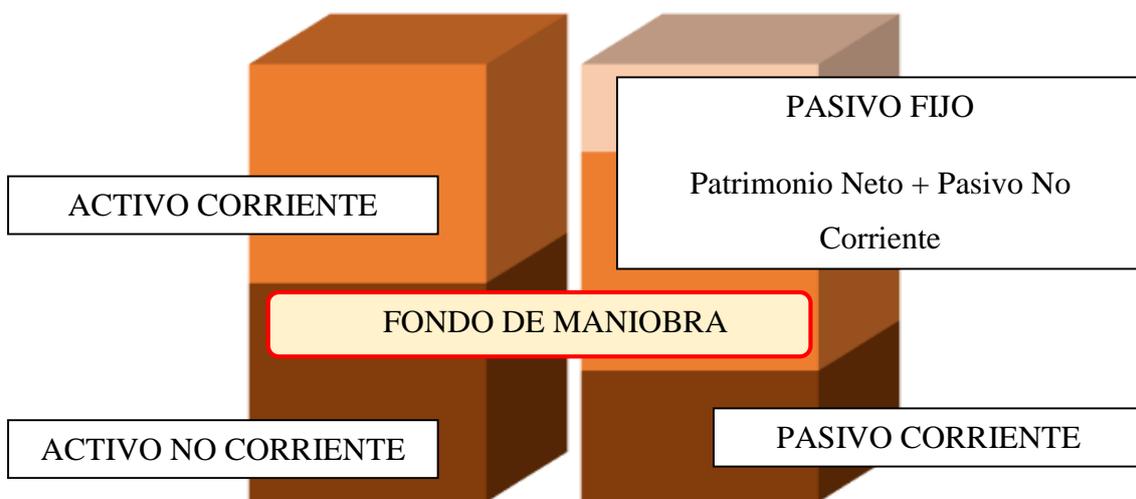


Fuente: elaboración propia.

Sin embargo, el funcionamiento real de las empresas ha demostrado el gran riesgo de financiar la totalidad del activo corriente con deuda a corto plazo. Esto último únicamente sería posible gracias al estricto cumplimiento de los plazos de pago por parte de sus acreedores, lo que significa que cualquier retraso en los ingresos a corto plazo

supondría un parón en su posibilidad de hacer frente a dichas obligaciones, lo que podría suponer un grave problema financiero. Por ello, lo ideal es que parte del pasivo fijo, fundamentalmente fondos propios, se destine a financiar aquella parte del activo circulante que la empresa mantiene invertida para poder funcionar normalmente, más un pequeño margen para cubrir imprevistos o retrasos de cobro. Esto es lo que se conoce como Fondo de Maniobra y se podría definir como la parte del pasivo fijo que se destina a financiar parte del activo corriente, como se muestra en la Figura 3.3.

Figura 3.3: Representación en balance del Fondo de Maniobra



Fuente: elaboración propia.

La figura anterior muestra una situación de equilibrio financiero a largo plazo, con un fondo de maniobra positivo. Sin embargo, no todas las empresas consiguen mantenerse en esta posición. Como ya se ha explicado anteriormente, si este fondo es positivo, la entidad cuenta con los suficientes recursos para poder hacer frente a sus deudas a corto plazo, mientras que, si es negativo, no puede cumplir con dichas obligaciones, lo que puede derivar en una situación de suspensión de pagos. Sin embargo, también existe la posibilidad de que el fondo de maniobra sea nulo, es decir, que no exista, lo que significa que la empresa cuenta con los recursos necesarios para hacer frente a sus deudas más inmediatas, pero con el riesgo de no poder cumplir con ellas en caso de que cualquier acreedor se retrase en el plazo de pago establecido (Díez y Prado, 2009).

3.2. Principales fuentes de endeudamiento

Existen diversas formas de clasificar las diferentes fuentes de financiación de una empresa. La clásica las agrupa en tres grupos considerando, únicamente, las distintas formas que existen de realizar aportaciones. Así, podemos encontrar la financiación propia externa e interna y la financiación ajena (Casanovas y Bertrán, 2013).

3.2.1. Autofinanciación

La financiación interna o autofinanciación hace referencia a “aquellos recursos que la empresa genera por sí misma sin tener necesidad de acudir a los mercados financieros” (Casanovas y Bertrán, 2013).

Estos fondos presentan una serie de ventajas, pero también algunos inconvenientes. Entre los puntos a favor más destacados están la dotación de una mayor autonomía financiera, ya que no conlleva una obligación de endeudamiento; un aumento de la solvencia, puesto que son recursos de los que se podrá disponer ante cualquier imprevisto; la inexistencia de un proceso de negociación para su consecución, ya que proviene de la actividad de la empresa y de las entidades o personas vinculadas a la misma; la reducción de la necesidad de endeudamiento... Su principal desventaja es que, al tratarse de reservas constituidas con beneficios no distribuidos, se reduce el reparto de dividendos a los accionistas, por lo que el colectivo puede no verse satisfecho (Casanovas y Bertrán, 2013), lo que genera un problema de agencia.

3.2.2. La financiación propia externa

La financiación propia externa hace referencia a aquellos recursos que provienen de personas o entidades vinculadas a la empresa.

La realización de una ampliación de capital es una de las decisiones financieras más importantes, ya que sus consecuencias son notorias. Por un lado, si tenemos en cuenta el funcionamiento interno de la empresa, su principal efecto es el aumento de su solvencia, debido al incremento de sus recursos propios. Por otro lado, si tenemos en cuenta a los accionistas, estas ampliaciones no resultan tan beneficiosas ya que, al aumentar el volumen de capital social, también aumenta el número de acciones en circulación, lo que influye en los beneficios por acción (Casanovas y Bertrán, 2013).

3.2.3. La financiación ajena

La financiación ajena hace referencia a los recursos que la empresa obtiene de agentes externos que no tienen vinculación directa con ella y que, por tanto, se convierten en una obligación o deuda para la misma.

Como señalan Casanovas y Bertrán (2013), una de las diferencias fundamentales con respecto a la autofinanciación es que la empresa tiene que hacer frente al pago de estas obligaciones independientemente del resultado obtenido en su actividad principal.

Existen diversos criterios que permiten clasificar la financiación ajena, pero el más destacado es el que atiende al plazo acordado para el desarrollo de la operación. La financiación a corto plazo es aquella en la que el periodo de amortización negociado es inferior a un año, por lo que se destina, principalmente, a financiar la actividad habitual de la compañía; sin embargo, la financiación a largo plazo es aquella que tiene un período de amortización superior a un año, lo que significa que se destina mayoritariamente a la financiación de sus activos permanentes.

Dentro de la financiación ajena, existen diversas formas de obtener recursos en el corto plazo. Algunas de ellas son el crédito comercial, el descuento comercial y el anticipo de créditos comerciales.

El crédito comercial es un acuerdo entre la empresa y un proveedor en el que se establece un período de tiempo para que la compañía pueda hacer frente al pago de sus facturas. Su principal característica es que no supone coste financiero alguno para la empresa; el descuento comercial se trata del anticipo, por parte de una entidad financiera, de los derechos de cobro no materializados de una empresa, lo que permite que dicha compañía pueda disponer de recursos sin que todavía se haya hecho efectivo el pago por parte de sus clientes. Sin embargo, en este caso sí existe coste financiero; los anticipos de créditos comerciales son una fuente de financiación en que la empresa entrega la gestión y anticipo de los derechos de cobro a la financiera. Al igual que en el descuento comercial, sí supone un coste para la empresa (Casanovas y Bertrán, 2013).

Sin embargo, también existen diversas fuentes ajenas para el largo plazo, siendo unas de las formas más comunes los préstamos y créditos.

Los préstamos son contratos que se establecen entre un prestamista, generalmente una entidad financiera, y un prestatario, de forma que este último se compromete a

devolver, al cabo de un período de tiempo establecido, la suma prestada más una cantidad como remuneración para el prestamista, ya sea en forma de intereses o de comisiones. Su característica principal reside en la disponibilidad por parte del prestatario de la totalidad de los recursos en el momento en el que se inicia la operación. De hecho, esta es una de las principales diferencias entre los préstamos y los créditos. En una operación de crédito, el prestamista pone a disposición del prestatario cierta cantidad de dinero para que este pueda ir disponiendo de ella cuando lo necesite, por lo que no se le entrega la totalidad de los recursos al inicio de la operación. En este caso, los intereses que paga el prestatario solo se calcularán sobre la cantidad utilizada.

3.2.4. Otras fuentes de endeudamiento

Como mencionan Casanovas y Bertrán (2013), existen otras formas en que las empresas pueden obtener financiación, entre las que destacan: *Leasing*, *Renting*, *Factoring* y *Confirming*.

El *leasing* es un tipo de financiación a largo plazo basado en un contrato de arrendamiento financiero mediante el cual el arrendatario se compromete a abonar periódicamente las cuotas establecidas a cambio del uso de un determinado activo.

El *renting* es una fuente de financiación basada en un contrato de alquiler en el que se establecen las condiciones para que una empresa pueda utilizar una serie de activos fijos a cambio del pago periódico de una cuota. Generalmente, se utiliza para adquirir activos con una rápida amortización como, por ejemplo, equipos electrónicos.

El *factoring* se basa en la cesión a un tercero, generalmente una entidad financiera, de créditos de ventas a plazo o derechos de cobro por parte de una empresa. Una vez cedidos, la obligación de los deudores se traslada al nuevo acreedor, que será la entidad que ha aceptado dichos documentos mercantiles.

El *confirming* es una operación basada en la puesta a disposición de la empresa de una serie de recursos y servicios por parte de una entidad financiera con el objetivo de ayudarla a hacer frente a sus obligaciones con sus proveedores. Por ello, cuando la empresa no pueda pagar sus facturas acudirá a una entidad financiera, que se pondrá en contacto con el proveedor, garantizándole el cobro, pero ofreciéndole la posibilidad de obtener financiación en caso de que la necesitase antes de que este período finalizase.

3.3. Estudios y teorías previos

El objetivo de este apartado es conocer cuáles son los principales estudios y teorías que se han realizado a lo largo de la historia para tratar de entender la estructura de capital y la toma de decisiones de las empresas.

La finalidad fundamental de la mayoría de estos estudios siempre ha sido tratar de demostrar la existencia o no de una estructura de capital óptima que permita a la empresa aumentar su valor, entendiendo por estructura financiera óptima “la relación entre los recursos propios y ajenos que maximiza el valor de la empresa para sus accionistas, o que equivalentemente minimiza el coste del capital medio ponderado” (Navarrete, 2012).

La tesis tradicional afirma la existencia de tal estructura financiera óptima, argumentando su alcance a partir de un adecuado nivel de endeudamiento. Es decir, esta teoría defiende que, si las empresas se endeudan de manera correcta y controlada, es posible maximizar su valor al mismo tiempo que se minimiza su coste de capital (K_0).

Según dicha tesis, todos los recursos de los que dispone la empresa para financiar sus inversiones suponen un coste para ella. Por un lado, los fondos propios generan un coste (K_e) que crece al mismo tiempo que lo hace el ratio de endeudamiento, calculado este último como cociente entre el endeudamiento y los recursos propios de la empresa. Por otro lado, los recursos ajenos también suponen un coste (K_i) que siempre va a ser constante, salvo que el ratio de endeudamiento anteriormente descrito alcance un cierto nivel, lo que haría que dicho coste se modificase. Por último, es necesario tener en cuenta el coste de capital o coste medio ponderado (K_0), caracterizado por seguir una tendencia decreciente hasta que se alcanza un determinado nivel de endeudamiento, a partir del cual comienza a crecer (Suárez, 1974).

Además, esta teoría considera el ahorro proporcionado por la financiación ajena, cuando su coste es inferior al generado por los recursos propios, como uno de los factores fundamentales a tener en cuenta en la toma de decisiones financieras. Este tipo de ahorro lleva consigo el riesgo que supone endeudarse externamente, aspecto que no reportan los fondos propios, por lo que debe analizarse minuciosamente la forma en la que las empresas se financian.

Ahora bien, pese a que existan numerosos autores han tratado de defender y argumentar por qué esta tesis tradicional está en lo correcto, afirmando la existencia de

estructuras financieras más beneficiosas que otras, lo cierto es que no se ha alcanzado un consenso sobre cuál es la estructura de capital óptima que las empresas deberían adoptar ni la forma en que sería posible alcanzarla, ya que la estructura de capital de una empresa se ve afectada por numerosos factores.

De hecho, la teoría de irrelevancia de Modigliani y Miller (1958) afirma que la estructura financiera óptima de las empresas no existe. Eso sí, una de las hipótesis básicas en las que se basa este estudio es en la existencia de mercados perfectos, lo que ha sido objeto de numerosas críticas y remodelaciones. Por ello, según este análisis, dos empresas que mantienen la misma estructura de capital, obtendrán los mismos beneficios con independencia del nivel de endeudamiento que soporte cada una de ellas. Por lo que, al contrario que en la tesis tradicional, Miller y Modigliani (1958) afirman que la estructura financiera de la empresa no tiene relación alguna con el coste de capital (K_0) y el valor de la empresa (V), de manera que, sea cual sea el tipo de financiación que se utilice, ya sea propia o ajena, los resultados que se alcanzan son los mismos, siempre y cuando los mercados sean perfectos.

Pese a que la teoría de Miller y Modigliani (1958) ha sido muy cuestionada debido, precisamente, a las numerosas hipótesis que deben cumplirse para que sus afirmaciones sean correctas, dicho estudio ha servido como punto de partida para muchas de las investigaciones que se realizaron posteriormente sobre la estructura de capital de las empresas. Por ello, a continuación, se analizarán algunas de estas teorías.

En primer lugar, la Teoría del Equilibrio Estático (*Static Tradeoff*) se basa en la posibilidad de las empresas de alcanzar una estructura óptima de capital gracias a la adecuada consideración de las ventajas fiscales de la deuda y las desventajas de los costes de quiebra a los que hace frente la empresa cuando decide endeudarse. Se puede afirmar, por tanto, que el volumen de deuda depende de una adecuada gestión de estos dos factores (Mondragón-Hernández, 2011).

Por un lado, si tenemos en cuenta la parte de la teoría que hace referencia a los costes de quiebra, se afirma que, si una empresa comienza a endeudarse por encima de sus posibilidades, las probabilidades de que no pueda hacer frente al pago de estas obligaciones contraídas aumentan considerablemente, lo que se traduce en un mayor riesgo de quiebra en caso de que no pueda cumplir con ellas. Es decir, la relación que se establece entre el nivel de endeudamiento de la empresa y sus posibilidades de quiebra es

positiva, de manera que, cuanto mayor sea el volumen de deuda soportado, mayores son las posibilidades de que la empresa quiebre.

Por otro lado, si consideramos la parte en la que se mencionan las ventajas fiscales que reporta la deuda, es necesario aclarar que un aumento en el volumen de deuda contraído por la empresa supone una mayor posibilidad de acceder a ciertas deducciones fiscales. Sin embargo, este aspecto debe ser profundamente estudiado antes de tomar la decisión de endeudarse debido a que, como se ha mencionado anteriormente, cuanto mayor sea el endeudamiento soportado por la empresa, mayor probabilidad de que esta no pueda hacer frente a su pago (Scott, 1976).

Por tanto, teniendo en cuenta lo anteriormente expuesto, según esta teoría, las empresas tratarán de gestionar adecuadamente ambas fuentes de recursos, la ajena y la propia, para poder financiar sus oportunidades de crecimiento, de manera que el ratio de endeudamiento que se genere sea el deseado. En caso de que dicho ratio se encuentre por debajo del nivel objetivo perseguido por la empresa, la relación entre las oportunidades de crecimiento y el endeudamiento será positiva, mientras que, si dicho ratio se encuentra por encima del deseado, la relación entre ambos factores será negativa (Navarrete, 2012).

En segundo lugar, la Teoría de la Agencia se basa, fundamentalmente, en las relaciones que se establecen entre los diferentes agentes económicos que están vinculados, de una u otra manera, con la empresa. De hecho, Jensen y Meckling (1976) definieron la relación de agencia como “contrato bajo cuyas cláusulas una o más personas (principales) contratan a otra (agente) la realización de un servicio en su nombre”.

Sin embargo, este tipo de relaciones suelen dar lugar a conflictos entre los diferentes agentes, lo que se conoce como costes de agencia. Estos se deben a que no siempre todos estos agentes económicos persiguen los mismos objetivos. Es lo que ocurre si, por ejemplo, alguna de las dos partes trata de buscar su beneficio propio sin pensar en el resto de individuos que se relacionan con la empresa.

De hecho, Jensen y Meckling (1976), agrupan este tipo de costes en dos categorías: los que se producen entre accionistas y directivos y los que tienen lugar entre accionistas y acreedores. En el primer caso, el coste de agencia generado suele tener su origen en los recursos propios, ya que puede ocurrir que la directiva tome decisiones sin el consentimiento de los accionistas, quienes deberían tener conocimiento de cualquier acción que se lleve a cabo en relación a los fondos propios debido a que, cualquier

modificación en los mismos, les afecta directamente. De hecho, esto último es conocido como costes de información asimétrica, que se generan en el momento en el que existen diferencias de información entre los distintos agentes. En el segundo caso, el origen se encuentra en la utilización de financiación ajena, ya que los accionistas valorarán las inversiones que se deben realizar y no aprobarán o estarán en desacuerdo con algunas que sí resulten rentables para los acreedores.

En resumen, como indica Navarrete (2012), los costes de agencia pueden expresarse como “la suma de los costes de control por parte del principal, los costes de garantía de fidelidad del agente y la pérdida residual, entendida como la discrepancia que existirá inevitablemente entre las decisiones tomadas por el agente y las que hubiese deseado el principal”.

En tercer lugar, la Teoría de las Señales parte de la base de la existencia de información asimétrica en la empresa, lo que significa que no todos los agentes económicos vinculados a ella poseen toda la información necesaria acerca de asuntos de real interés. Por ejemplo, es muy común hablar de falta de información a los accionistas o acreedores por parte de la directiva, sobre todo en lo relativo a las inversiones que se deben o no se deben realizar (Marris, 1963).

Frente a este problema, existen varios autores que proponen diferentes factores que supuestamente permiten calificar la calidad o veracidad de la información proporcionada por los altos cargos de la empresa. Sin embargo, no existe consenso sobre cuáles son realmente efectivos y cuáles no, por lo que la Teoría de las Señales aparece afirmando que tanto la propia estructura de capital de la empresa como la política de dividendos que se acuerde seguir son dos aspectos fundamentales que deberían considerarse por el mercado como señales positivas o negativas (Harris y Raviv, 1991).

De hecho, Susana Menéndez Requejo (1995) afirma que dicha teoría se centra en el análisis del efecto que ciertos factores tienen en la evolución de la empresa, factores como los cambios en la estructura financiera, el reparto de beneficios, el anuncio de ganancias, las diferentes decisiones de inversión que se toman, las negociaciones que se llevan a cabo con las acciones de la compañía, las ampliaciones de capital...

Es importante recalcar que la asimetría en la información entre directivos y accionistas es un problema bastante grave, ya que puede provocar una infravaloración de las empresas. Al no disponer de los datos necesarios para valorar adecuadamente los

posibles proyectos a desarrollar, es posible que varias oportunidades rentables de inversión se dejen pasar por desconocer la información real acerca de las mismas o, incluso, que se adopten decisiones como no financiar un determinado proyecto, pues, en ocasiones, los directivos simplemente proporcionan la información que más favorece a su puesto, lo que provoca que la empresa no pueda ser valorada adecuadamente (Navarrete, 2012). Sin embargo, esta infravaloración de las empresas perjudica a todos los agentes que están vinculados a ellas, no solo a los accionistas, por lo que los directivos tratarán de remediar la situación mediante las conocidas como señales informativas.

Por tanto, alguna de estas señales que los directivos utilizan para informar al mercado del funcionamiento real de la empresa son: aumentos en el nivel de endeudamiento que, en este caso, son utilizados para transmitir la buena marcha de la compañía. El aumento en el nivel de deuda significaría la existencia de rentables oportunidades de inversión con un reducido riesgo de quiebra, pues, de no ser así, esta no sería una opción para los directivos, ya que, en caso de quiebra de la compañía, también ellos saldrían perjudicados (Ross, 1977; Harris y Raviv, 1991); y las ampliaciones de capital que, en este caso, no transmiten información positiva para el accionista, ya que se traducen en una reducción del valor de las acciones de la compañía.

En caso de que las acciones estén sobrevaloradas, para los directivos, tiene sentido realizar una ampliación de capital debido a que las acciones que sean adquiridas por nuevos accionistas se comprarán a un valor superior al que realmente tienen. Sin embargo, en caso de que estén infravaloradas, ocurre lo contrario. Los directivos no tomarán la decisión de ampliar el capital en caso de que su precio actual sea inferior a su valor, es decir, en caso de que estén infravaloradas, ya que supondría una pérdida de valor para la empresa, lo que les afecta de manera directa.

Por ello, cuando se anuncia ampliación de capital, los accionistas interpretan inmediatamente que, antes de la ampliación, las acciones estaban sobrevaloradas, ya que, de no ser así, los directivos no hubiesen tomado la decisión de realizarla. Sin embargo, esto genera un problema de agencia, pues para los accionistas una ampliación de capital se traduce en una pérdida de valor por acción si no se exige la prima adecuada.

Por último, la Teoría de la Jerarquía de Preferencias (*Pecking Order*) se centra en la existencia de un orden jerárquico a la hora de escoger entre las diversas fuentes de financiación, basado en los costes de los diferentes recursos financieros y en la existencia

de información asimétrica. Por ejemplo, lo más común es que una empresa se financie, inicialmente, con recursos propios ya que, en caso de hacerlo con fondos ajenos, el coste es mucho más elevado. Sin embargo, en el caso de que las inversiones supongan un desembolso demasiado elevado, las empresas que no disponen de los medios necesarios para hacerles frente optan por financiarse externamente de dos formas distintas: la emisión de deuda o de acciones (Frank y Goyal, 2009).

Según esta teoría, por tanto, las empresas se guían por un orden de preferencias para financiar sus proyectos de inversión, decidiendo invertir en aquellas que se prevea obtengan rentabilidades positivas. Sin embargo, si para financiar dichas inversiones se emplease, por ejemplo, una ampliación de capital, los accionistas reclamarían a la directiva, surgiendo costes de agencia, ya que esto provoca una reducción del valor por acción si no se emiten con la prima adecuada. Por ello, se buscarán distintas alternativas y se ordenarán en función de su coste.

En definitiva, en contraposición a lo defendido en la Teoría Estática, esta última afirma que lo que las empresas persiguen no es encontrar una estructura de capital óptima, sino que desean financiarse lo máximo posible utilizando recursos propios, ya que esto les permite, entre otras cosas, evitar la pérdida de control que puede suponer una ampliación de capital, minimizar el riesgo de quiebra en el que puede incurrirse al recurrir a financiación ajena como forma de endeudamiento, etc.

Por tanto, teniendo en cuenta lo expuesto anteriormente, la relación que se establece entre el nivel de endeudamiento y la rentabilidad generada por una empresa es inversa, ya que las empresas más rentables generan fondos suficientes para poder autofinanciarse sin necesidad de recurrir a fuentes externas.

4. FACTORES DETERMINANTES DEL ENDEUDAMIENTO

Como muestra el apartado anterior, existen numerosas teorías relativas a la estructura de capital, que se desarrollan tratando de encontrar una explicación genérica a la estructura financiera de las mismas y a sus decisiones de financiación. Sin embargo, pese a que existen múltiples análisis relativos a este asunto, todavía no ha sido posible encontrar un estudio o teoría en el que se especifiquen los factores que determinan la estructura financiera de las empresas pues, aunque coinciden en muchas variables, difieren en otras tantas y en el sentido en que estas afectan a dicha estructura.

Por ello, aunque considerásemos válidas las teorías anteriormente descritas, existen otros muchos estudios relacionados con este tema que afirman que las compañías basan sus estrategias de estructura de capital en su valoración sobre los efectos que la elección de una u otra fuente de financiación puede tener para la empresa, además de considerar también los beneficios o rentabilidad que esta obtenga (Titman y Wessels, 1988). Por tanto, se defiende la existencia de múltiples factores que influyen en la estructura financiera, entre los que se encuentran características internas y externas de las empresas como, por ejemplo, factores sectoriales, legales, macroeconómicos...

Sin embargo, pese a que la literatura afirma que los factores que afectan a la estructura de capital son múltiples, en este trabajo se tratará de determinar cuáles son aquellos que afectan en mayor y menor medida al nivel de endeudamiento de un conjunto de empresas seleccionadas para la muestra, pertenecientes a dos subsectores del sector servicios. Además, se tratarán de identificar las causas por las que un mismo factor afecta de diferente forma a cada grupo de empresas seleccionado.

Para seleccionar el conjunto de factores que se incluirán en el análisis empírico de este trabajo, es necesario tener en cuenta cuáles son los que diversos autores han identificado como principales. Por ejemplo, Harris y Raviv (1991) afirman que el nivel de deuda es influido de forma positiva por elementos como sus activos fijos, los escudos fiscales, el nivel de inversión y el tamaño de la propia empresa. Por el contrario, señalan que factores como la rentabilidad, la volatilidad de los beneficios, las oportunidades de inversión, la posibilidad de quiebra y los gastos en publicidad afectan negativamente a la misma. Sin embargo, para Frank y Goyal (2003) el endeudamiento está explicado únicamente por seis elementos: el tamaño de la empresa, su capacidad de generar flujos

de caja, el sector al que pertenece, la relación que se establece entre el valor de mercado y el valor contable, las garantías colaterales y la inflación del momento.

Entre los factores nombrados en los diferentes estudios, se han seleccionado algunos, considerando que han sido los más relevantes en la literatura.

4.1. Sector al que pertenece la empresa

Para la mayoría de los autores, este factor es uno de los mayores condicionantes de la estructura de capital ya que, dependiendo del sector en el que se encuentre la empresa, existen distintos elementos que hacen que el nivel de deuda varíe (Jiménez y Palacín, 2007). Sin embargo, otros autores afirman que no existe relación alguna entre el nivel de endeudamiento de una empresa y su pertenencia a un sector concreto.

Según la teoría del equilibrio estático, el sector al que pertenece una compañía no solo determina el nivel de endeudamiento de la misma, sino que también influye en su política financiera, ya que las decisiones se tomarán de acuerdo a elementos que son diferentes en función del sector. De hecho, numerosos estudios han demostrado una tendencia generalizada de las empresas a aproximarse al nivel de endeudamiento medio de su sector (Harris y Raviv, 1991; Menéndez, 2001; Jiménez y Palacín, 2007; Frank y Goyal, 2009).

De esta forma, se puede asegurar que, por ejemplo, en los sectores en los que existe una mayor regulación, el nivel de deuda soportado por las empresas es mayor, debido a que tienen más facilidades para obtener financiación. Esto último tiene su explicación en la práctica inexistencia de conflictos de intereses entre acreedores y accionistas, ya que la regulación no deja gran espacio a la problemática (Smith y Watts, 1992; Rajan y Zingales, 1995). Por tanto, en este caso, se puede hablar de una relación positiva entre el nivel de deuda de las empresas y su pertenencia a un sector regulado (Frank y Goyal, 2009).

En este trabajo, el sector no ha sido considerado como variable explicativa del nivel de endeudamiento debido a que ya se parte de que las empresas seleccionadas para la muestra pertenecen a dos ramas de actividad del sector servicios, por lo que, en realidad, forman parte del mismo sector económico.

4.2. Tamaño de la empresa

La relación que se establece entre el nivel de endeudamiento de una empresa y su tamaño es otro de los aspectos más estudiados. Entre los primeros autores que decidieron

investigar sobre esta relación se encuentran Fazzari, Hubbard y Petersen (1988) quienes concluyeron que, dependiendo del tamaño que tenga una empresa, existen importantes diferencias en la estructura de capital de las mismas, concretamente en aspectos como la política de reparto de beneficios o los plazos de endeudamiento.

Si tenemos en cuenta la teoría del equilibrio estático, cuanto mayor sea el tamaño de una empresa, mayor es su nivel de endeudamiento, debido, principalmente, a su mayor grado de diversificación. Esta característica les permite acceder más fácilmente a fuentes de financiación externa, ya que el riesgo de fracaso de la compañía es menor (Frank y Goyal, 2009).

Ahora bien, el tamaño de una empresa no afecta a su nivel de endeudamiento solamente a través de su mayor o menor grado de diversificación. Existen otros muchos factores que también determinan la estructura de capital dependiendo del tamaño. De esta manera, por ejemplo, autores como Frank y Goyal (2009) afirman que cuanto mayor sea la empresa, menores son los costes de agencia a los que esta tiene que hacer frente. Su explicación reside en que las grandes empresas están, por normativa, obligadas a poner a disposición de los diferentes agentes que las rodean una gran cantidad de información, lo que minimiza los conflictos entre accionistas y directivos.

Además, el tamaño de las empresas también condiciona el tipo de deuda al que estas son capaces de optar. En el caso de las grandes empresas, es mucho más sencillo conseguir financiación alternativa a la bancaria, debido a que tienen una mayor aceptación en los mercados financieros. Sin embargo, las empresas más pequeñas, debido a los elevados costes que tienen que soportar, deben financiarse mayoritariamente con deuda bancaria, lo que supone una diferencia más en la estructura de capital de las empresas dependiendo de su tamaño (Navarrete, 2012).

Analizando diversos estudios que tratan de relacionar el tamaño de las empresas con la composición de su estructura de capital, se puede observar que las que tienen un mayor tamaño acceden más fácilmente a la financiación ajena, lo que se traduce en un mayor coeficiente de endeudamiento (Rajan y Zingales, 1995; Jiménez y Palacín, 2007). Sin embargo, al tratarse de empresas generadoras de suficientes recursos propios, no siempre se ven en la necesidad de acudir en gran medida a la deuda externa, por lo que quizá sea aquí donde se encuentre el problema por el que los diferentes estudios no albergan los mismos resultados.

En este trabajo la variable tamaño ha sido uno de los filtros utilizados para la selección de la muestra objeto de estudio, es decir, a la hora de realizar el análisis empírico, la muestra solamente estará formada por medianas empresas (entre cincuenta y doscientos cuarenta y nueve trabajadores).

4.3. Crecimiento

Básicamente, su importancia recae en el efecto que este factor tiene sobre la creación de valor de la empresa, ya que cuanto mayor sea el crecimiento, mayores serían los beneficios futuros que la empresa pueda obtener.

Según la teoría del equilibrio estático, la relación que se establece entre esta variable y el nivel de endeudamiento de la empresa es negativa, es decir, cuanto mayor sea la posibilidad de crecimiento, menor será el nivel de deuda que la empresa tenga que soportar (Jensen y Meckling 1976, Myers, 1977). De hecho, esta afirmación ha sido respaldada por autores como Rajan y Zingales (1995) o Frank y Goyal (2003), quienes afirman que cuanto mayores sean las posibilidades de crecimiento de la empresa, menor será su nivel de endeudamiento si la mayor parte de sus activos son intangibles. Esto se debe a la supuesta existencia de una relación directa entre las oportunidades de crecimiento y la inversión en este tipo de activos. Si una empresa cuenta con demasiados intangibles, sus posibilidades de obtener recursos financieros externos y, por tanto, de endeudarse, disminuyen, ya que dichos activos dificultan la obtención de financiación ajena. Al encontrarse en esta situación, la compañía tratará de financiar sus oportunidades de crecimiento utilizando fondos propios, lo que se traduce en un menor endeudamiento que si utilizase fondos ajenos para este fin.

Sin embargo, nuevamente existen diferencias entre los autores, ya que otros afirman que cuanto mayor sea la inversión que la empresa realice en activos intangibles, mayor será la deuda que esta contraiga, ya que, al tratarse de una empresa con oportunidades de crecimiento, esto facilitaría su acceso a la financiación ajena al ser entendido por los acreedores como una mayor garantía (Capon, Farley y Hoenig, 1990; González y González, 2011).

Ahora bien, si tenemos en cuenta la relación entre los accionistas y los directivos de la compañía, las oportunidades de crecimiento pueden suponer un aumento significativo de los costes de agencia, es decir, de la pérdida de valor como consecuencia de un conflicto de intereses entre directivos y accionistas (Harris y Raviv, 1991). Desde

esta perspectiva, cuanto mayor sea el nivel de endeudamiento de la empresa, mayor probabilidad existe de se dejen pasar grandes inversiones, lo que podría provocar cierta disconformidad por parte de los accionistas, ya que verán reducido su beneficio. Este es el motivo por el que las empresas que presentan grandes oportunidades de crecimiento optan por reducir al máximo sus emisiones de deuda (Correa, 2007).

Además, en relación a lo anteriormente mencionado, es importante señalar que, frente a proyectos de inversión muy arriesgados, la respuesta de los accionistas será óptima debido a que les reportarán un mayor beneficio, mientras que los prestamistas o acreedores se negarán, debido a que el riesgo para ellos es mucho más elevado. Por ello, de nuevo, surge un problema de conflicto de intereses entre dos de los agentes más directamente relacionados con la empresa. La solución se encuentra en utilizar otros fondos para financiar este tipo de oportunidades de crecimiento o de proyectos de inversión como, por ejemplo, utilizando únicamente recursos propios. (Jensen y Meckling, 1976; Myers, 1977; Jensen, 1986; Smith y Watts, 1992; Rajan y Zingales, 1995).

En resumen, existen múltiples estudios en los que se analiza el comportamiento de esta variable con respecto al nivel de endeudamiento de la empresa, pero las conclusiones son diversas dependiendo de los demás factores que se consideren: costes de agencia, diferentes inversiones...

Esta contradicción en los estudios se refleja, igualmente, en la forma de medir este factor. Por ejemplo, para Harris y Raviv (1991), las oportunidades de crecimiento de una empresa se calculan mediante la relación entre su valor de mercado y su valor contable; sin embargo, para Correa (2007), se calcula como diferencia de ambos valores divididos por el activo total de la compañía. De hecho, hay autores que incluso consideran otras variables en la medición de las oportunidades de crecimiento como, por ejemplo, considerando para su cálculo gastos en diversos aspectos de la empresa como el marketing, la investigación, el desarrollo e innovación, etc.

En este trabajo se ha incluido el crecimiento como variable explicativa del nivel de endeudamiento, considerándolo como la variación del total activo de la empresa, lo que difiere de las oportunidades de crecimiento anteriormente descritas.

4.4. Recursos propios

Teniendo en cuenta la teoría del equilibrio estático, la relación que se establece entre el nivel de deuda y la rentabilidad generada por la empresa es positiva (Fama y French, 2002). Una posible explicación a esto es que las empresas que resultan bastante rentables prefieren endeudarse en mayor medida debido a que, por su elevada capacidad para generar recursos propios, van a poder hacer frente a dicha deuda, además de conseguir ventajas fiscales, ya que cualquier gasto financiero se considera deducible. Por ello, para tratar de minimizar el impacto de los impuestos, muchas de las empresas más rentables optan por aumentar sus niveles de endeudamiento (Menéndez, 2001).

Además, el hecho de que una empresa aumente sus niveles de deuda puede interpretarse como un indicador de su buena marcha, ya que significaría que dicha empresa es capaz de generar los suficientes recursos como para hacer frente al pago de las obligaciones que la financiación externa le genera (Jensen, 1986; Fama y French, 2002). Por ello, numerosos estudios concuerdan en que el nivel de deuda de las empresas rentables aumenta siempre y cuando genere los recursos suficientes como para no tener problemas de insolvencia (Frank y Goyal, 2003).

Sin embargo, nuevamente, los diferentes estudios que analizan la relación que se establece entre la estructura de capital de una empresa y su rentabilidad no obtienen resultados homogéneos. Si en lugar de la anterior teoría consideramos la de jerarquía financiera, el sentido en el que se relacionan ambos factores es negativo, dado que no consideran la rentabilidad como único determinante para tomar la decisión de aumentar o disminuir el nivel de deuda que soporta la empresa.

Según estas teorías, es importante tener en cuenta que una adecuada generación de recursos propios implica que la empresa no tiene necesidad de acudir a la financiación ajena para poder continuar con su actividad habitual, por lo que, cuanto mayor sea el nivel de rentabilidad que es capaz de generar la empresa por sí misma, menor es el nivel de endeudamiento que soporta.

4.5. Coste del endeudamiento

La financiación ajena que obtiene la empresa siempre supone coste alguno para ella, por lo que el coste de capital puede definirse como “el sumatorio de los costes medios ponderados de cada una de las fuentes de financiación” (Navarrete, 2012).

Este factor resulta fundamental en la estructura de capital de cualquier empresa, ya que estas deberán considerar las diversas opciones de financiación de las que disponen, valorando el coste que supondría cada una. Evidentemente, el coste de buscar financiación externa será mayor que si lo que emplea para financiar sus inversiones son recursos propios, pero, incluso dentro de la deuda exterior, existen diversas fuentes de financiación, que deberán ser analizadas minuciosamente.

Teniendo en cuenta la teoría del equilibrio estático y considerado lo mencionado en el apartado anterior de las ventajas fiscales que supone para la empresa endeudarse, podría afirmarse que la relación que se establece entre el nivel de deuda soportado por las empresas y el coste de dicha deuda es positiva, ya que a medida que aumentan los tipos de interés, las ventajas fiscales que las empresas podrán aprovechar, aumentando su nivel de endeudamiento, serán mayores (Frank y Goyal, 2009).

Sin embargo, si consideramos la teoría de la jerarquía de preferencias, ocurre todo lo contrario, es decir, la relación entre el nivel de endeudamiento y el coste de la deuda es negativo, ya que cuanto más aumenten los tipos de interés, menor interesada estará la empresa en incrementar su volumen de deuda (Navarrete, 2012).

Sin embargo, el coste de deuda que soportan las empresas no solamente está ligado a su nivel de endeudamiento, sino que existen múltiples factores que lo determinan como, por ejemplo, el tamaño y edad de las empresas y las propias características del mercado (Frank y Goyal, 2009).

De hecho, si tenemos en cuenta el tamaño de las empresas, es necesario considerar el problema de información que se mencionó anteriormente. En este caso, las pequeñas empresas tienen mayores dificultades a la hora de conseguir financiación externa debido a la escasa información que presentan, mientras que las grandes compañías tienen un mayor acceso a este tipo de deuda gracias, en parte, a sus informes y documentos, que transmiten seguridad a los acreedores. Además, las de menor tamaño no solo tienen más obstáculos para obtener financiación ajena, sino que, cuando la consiguen, los costes de deuda que tienen que soportar son mayores que los establecidos para las empresas más grandes (Segura y Toledo, 2003).

En este trabajo, en el análisis empírico, se incluirá la variable tipos de interés, tomando como datos los registrados por el EURIBOR a un año, durante el período de tiempo que abarca el estudio (2008-2016).

5. SECTORES OBJETO DE ANÁLISIS

En las últimas décadas, España ha experimentado un agudo proceso de tercerización que ha colocado al sector servicios en la cabeza de la estructura productiva y económica del país. De hecho, si tenemos en cuenta el pasado, el crecimiento observado es abrumador. Hace apenas treinta años, la producción de este sector tenía un valor del 46,2% del total y el número de personas empleadas en el mismo rozaba a duras penas el 36,5% del total de ocupados. Sin embargo, unos años después, por ejemplo, en 2015, el número de trabajadores pertenecientes a este sector superó el 76,2% del total y su producción representó un 74,9% del PIB español a precios de mercado (Cuadrado, 2016). De hecho, este proceso de crecimiento continuó en el último período de crisis que atravesó España, aspecto que se analizará más adelante.

Sin embargo, no todas las actividades económicas han evolucionado de la misma manera. Las tablas que se muestran a continuación recogen la evolución experimentada por los diferentes sectores, tanto a nivel de producción como de empleados.

Tabla 5.1: Evolución de la producción por sectores (1970-2015)

Año/Sector	Agricultura y pesca	Industria	Construcción	Servicios
1970	11,0%	34,0%	8,8%	46,2%
1980	7,0%	28,6%	7,9%	56,5%
1990	5,5%	25,1%	8,8%	60,6%
2000	4,1%	20,6%	10,1%	65,2%
2010	2,6%	17,2%	8,8%	71,4%
2015	2,5%	17,1%	5,5%	74,9%

Fuente: elaboración propia con datos recogidos de Cuadrado (2016).

Tabla 5.2: Evolución del empleo por sectores (1970-2015)

Año / Sector	Agricultura y pesca	Industria	Construcción	Servicios
1970	29,3%	25,3%	8,9%	36,5%
1980	18,6%	27,2%	9,3%	44,9%
1990	11,5%	23,7%	9,8%	55,0%
2000	6,8%	18,8%	12,0%	62,4%
2010	4,6%	13,8%	9,3%	72,3%
2015	4,3%	13,6%	5,8%	76,2%

Fuente: elaboración propia con datos recogidos de Cuadrado (2016).

Como puede observarse en estos cuadros, el crecimiento experimentado a lo largo de la historia por el sector servicios es muy significativo, a diferencia del obtenido por

los demás, que siguen la tendencia contraria. Numerosos estudios han tratado de dar explicación a este notable crecimiento, siendo una de las principales teorías la que afirma que se debe al incremento de los ingresos que se obtienen por habitante. De hecho, este aspecto ya había sido analizado anteriormente por numerosos estadísticos, quienes concluyeron en que la relación que se establece entre ambas variables es positiva. De esta manera, a medida que aumentan los ingresos que las personas obtienen, mayor es el consumo o uso de determinados servicios (Cuadrado, 2016).

Sin embargo, el crecimiento de este sector no se debe únicamente al incremento de los ingresos por persona, sino que existen múltiples factores que pueden afectarle. Por ejemplo, la mayor urbanización del mundo actual también genera una mayor demanda de servicios que quizá antes no resultaban relevantes o necesarios. De igual forma, la entrada de la mujer al mundo laboral podría englobarse, realmente, dentro del cambio de mentalidad que se ha experimentado en varios aspectos a medida que han pasado los años (Cuadrado, 2016).

Resumiendo lo anteriormente expuesto, este notable crecimiento del sector servicios se debe a múltiples factores entre los que destacan el cambio de mentalidad en la población, la mayor población de las zonas urbanas, la demanda de servicios por parte de las Administraciones Públicas, las innovaciones tecnológicas, etc...

Uno de los aspectos más destacados, que también puede observarse en las tablas anteriormente adjuntadas, es la gran cantidad de empleo que, actualmente, genera este sector. De hecho, la Encuesta de Población Activa (Instituto Nacional de Estadística, 2016) muestra que se trata del sector en el que se encuentra la mayor parte de los ocupados de España (Cueto, 2016). Sin embargo, esto no ha sido siempre así, por lo que, más adelante, analizaremos su evolución en los últimos años, haciendo especial hincapié en cómo se mantuvo durante el período reciente de crisis que atravesó el país.

Es importante señalar que este trabajo se centra en dos de las ramas de actividad en que se divide este gran sector, lo que significa que el análisis empírico se realizará sobre dos muestras de empresas pertenecientes cada una a una rama de actividad distinta, pero ambas dentro del mismo sector económico. En el desarrollo del estudio se especifica por qué se han escogido estas dos y no otras.

5.1. Información y comunicación

Esta rama del sector servicios está formada por un conjunto de actividades que, según la Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CNAE), se encuentran organizadas en el grupo J. Estas son: edición, actividades cinematográficas, de vídeos y de programas de televisión, grabación de sonido y edición musical, actividades de programación y emisión de radio y televisión, las telecomunicaciones, actividades relativas a la programación, consultoría y de otro tipo relacionadas con la informática y, por último, los diversos servicios de información.

Esta rama de actividad ha experimentado un crecimiento constante en los últimos años, siguiendo, de esta forma, la tendencia del sector económico al que pertenece. Concretamente, como se indica en el Informe Anual del Sector TIC y de los Contenidos en España del Observatorio Nacional de las Telecomunicaciones y de la Sociedad de la Información (2017), este subsector ha mejorado con respecto al año 2015 en varios aspectos: el número de empresas, la cifra de negocio, el empleo y la inversión.

En cuanto al número de empresas, en el año 2016, este subsector registró un total de 33.176 empresas, lo que supone un incremento del casi 3,5% con respecto al año anterior. Sin embargo, pese a la tendencia positiva que se mantiene por cuarto año consecutivo, se observa una leve ralentización de dicho crecimiento, pues el experimentado en 2015 había sobrepasado el 4% (Muñoz, Antón y Agustín, 2018).

El gráfico 5.1 recoge la evolución experimentada por este subsector en cuanto al número de empresas pertenecientes al mismo durante los últimos años. En dicha representación, aparecen recogidas dos series: TIC (Tecnología de la Información y Comunicación) y Contenidos. Aunque nos interesa la suma de ambos conceptos para conocer el total en la rama de actividad de Información y Comunicación, el desglose permite conocer cuál de los dos ámbitos recoge un mayor número de empresas.

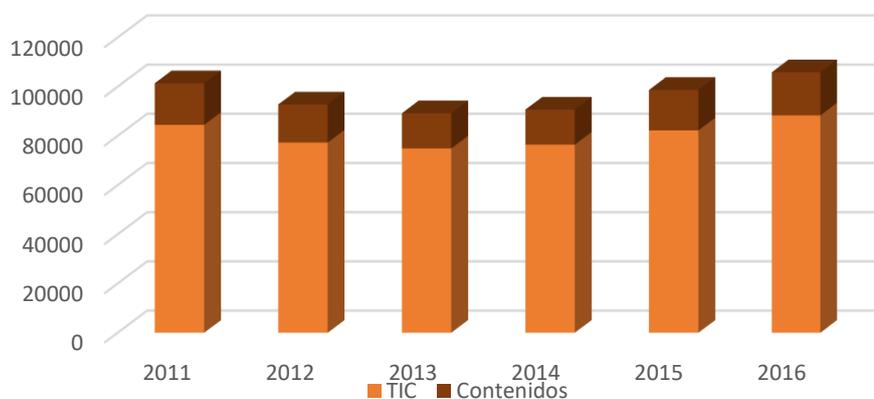
Gráfico 5.1: Evolución del número de empresas (2011-2016)

Fuente: elaboración propia con datos recogidos de Muñoz, Antón y Agustín (2018).

No obstante, pese a que la tendencia a lo largo de los años sea positiva, su situación geográfica en España no es nada uniforme. De hecho, solamente dos comunidades autónomas concentran el 55% de estas empresas: Madrid y Cataluña (Muñoz, Antón y Agustín, 2018).

En cuanto a la cifra de negocios, su tendencia es la misma que en el caso del número de empresas: positiva. De hecho, en 2016, la cifra de negocio registrada por estas empresas supera ampliamente los 100.000 millones de euros, mientras que en el año 2013 esta se situaba en 90.000 millones de euros (Muñoz, Antón y Agustín, 2018).

El gráfico 5.2 representa la evolución experimentada por este factor en los últimos años y, al igual que en la anterior, se establece diferenciación entre TIC y Contenidos solamente con la finalidad de conocer cuál de los dos ámbitos contribuye en mayor medida a la cifra de negocios de esta rama de actividad.

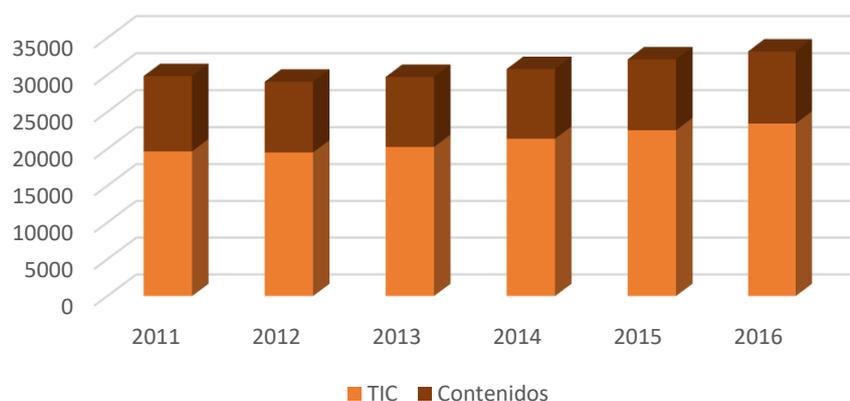
Gráfico 5.2: Evolución cifra de negocio

Fuente: elaboración propia con datos recogidos de (Muñoz, Antón y Agustín, 2018).

En cuanto al número de trabajadores, de nuevo la tendencia es positiva, en línea con la media del sector servicios: positiva, incrementándose un 4% con respecto al 2015. Sin embargo, este crecimiento no ha venido experimentándose desde hace años, puesto que, durante el período de crisis económica, el número de ocupados se vio reducido durante varios años hasta que comenzó a registrar una subida en 2015, tendencia que, hasta el momento, se mantiene (Muñoz, Antón y Agustín, 2018).

El gráfico 5.3. muestra la evolución que el número de trabajadores pertenecientes a esta rama de actividad ha experimentado en los últimos años, distinguiendo entre TIC y Contenidos.

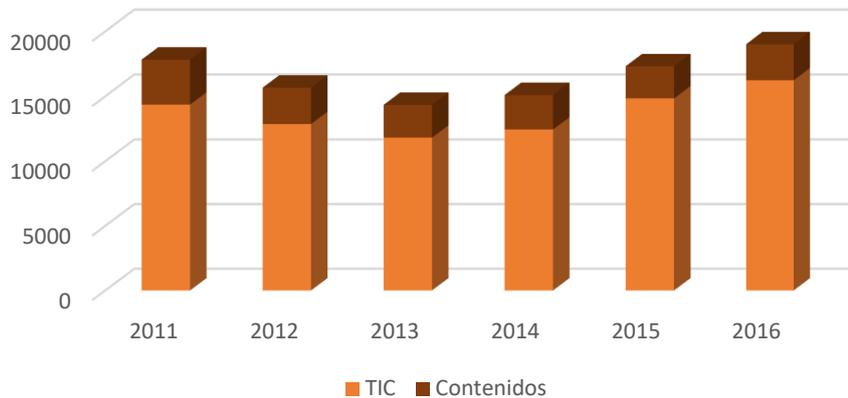
Gráfico 5.3: Evolución del número de empleados



Fuente: elaboración propia con datos recogidos de (Muñoz, Antón y Agustín, 2018).

En cuanto a la inversión, en la actualidad, la tendencia que sigue es positiva, pero fue el factor que más sufrió las consecuencias de la crisis económica que atravesó España, alcanzando el nivel más bajo de fondos en el año 2013, pues su inversión se situó por debajo de los 15.000 millones de euros (Muñoz, Antón y Agustín, 2018).

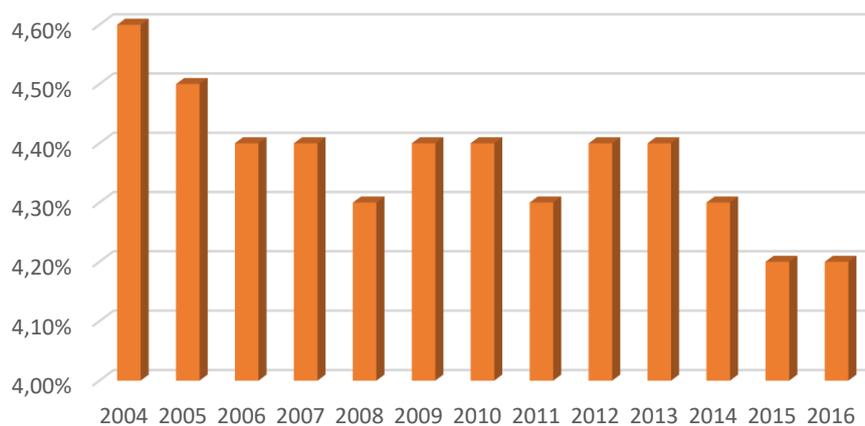
Sin embargo, a partir de ese momento, la tendencia experimentada ha sido creciente y, de hecho, en 2016, registró un aumento del 9,8% con respecto a 2015, llegando a superar los 19.000 millones de euros (Muñoz, Antón y Agustín, 2018). Por ello, lo destacado en este aspecto es que, pese a ser el factor que peor se comportó durante el período de crisis, es el que actualmente está experimentando un mayor crecimiento, ya que la variación con respecto a otros años es mayor que en otros factores. El gráfico 5.4 muestra la evolución experimentada por la inversión durante estos últimos años, considerando, nuevamente, la separación entre TIC y Contenidos.

Gráfico 5.4: Evolución de la inversión (2011-2016) (mill. eur)

Fuente: elaboración propia con datos recogidos a (Muñoz, Antón y Agustín, 2018).

Por último, es importante mencionar la influencia de esta rama de actividad en el Valor Añadido Bruto a precios de mercado (VABPm). Según Muñoz, Antón y Agustín (2018), su tendencia actual es constante con respecto al año anterior y representa el 4,7% del total, aunque si se compara con el PIB, supone el 4,2% de este.

En el gráfico 5.5 se representa la evolución de la contribución que la rama de Información y Comunicación ha hecho al Valor Añadido Bruto a precios de mercado de la estructura económica española.

Gráfico 5.5: Evolución de la influencia de Información y Comunicación en el VABPm

Fuente: elaboración propia con datos recogidos de (Muñoz, Antón y Agustín, 2018).

5.2. Hostelería y turismo

Esta rama del sector servicios está formada por un conjunto de actividades que, según la CNAE, se engloban en el grupo I. Estas son: servicios de alojamiento (que incluyen los hoteles y alojamientos similares, los alojamientos turísticos y otros tipos de alojamientos de corta estancia, aparcamientos para caravanas y alojamientos de cualquier otra índole) y los servicios de comidas y bebidas (que incluyen los restaurantes y puestos de comida, la provisión de comidas preparadas para eventos y cualquier otro tipo de servicio de comida y los establecimientos de comidas).

La hostelería es, actualmente, una de las principales actividades económicas de España debido, en buena medida, a su vinculación directa con el turismo. Por ello, se analizará la evolución de este último y su impacto sobre la economía española.

Según el Plan del Turismo Español Horizonte 2020 (2007), el turismo puede definirse como “una industria sólida, con una consolidada posición de liderazgo internacional y con gran potencial de crecimiento futuro, lo que constituye su valor diferenciador y una gran ventaja competitiva”.

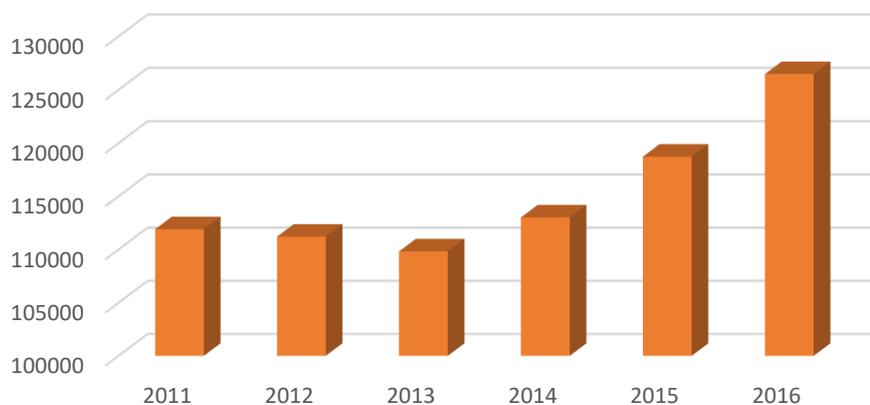
Para poder analizar el impacto que el turismo tiene sobre la economía española, es importante señalar que España es uno de los principales países receptores de turistas. De hecho, según las Directrices Generales de la Estrategia de Turismo Sostenible de España 2030 (2019), en este país se registró la entrada de 82,6 millones de turistas internacionales en el 2018, lo que supone un aumento del 0,9% con respecto a 2017. Además, todos los indicadores muestran que se trata de uno de los principales generadores de empleo y riqueza, ya que, en 2017, generó más de 135.000 millones de euros, lo que se traduce en el PIB español en un 11,7%, además de proporcionar 100.000 puestos de trabajo más que el año anterior, lo que significa un total de 2,4 millones de afiliados, representando, así, un 12,2% del total de afiliados en España. De hecho, como reconocimiento a las cifras registradas en los últimos años por este sector, el Foro Económico Mundial (WEF) nombró a España, por segundo año consecutivo, como “el país más competitivo del mundo en turismo”.

Ahora bien, estos datos no han surgido de la nada. La evolución positiva de esta actividad tuvo su origen, principalmente, a partir de los años sesenta, cuando comenzó a desarrollarse una estrategia de turismo basada en el lema “de sol y playa”. Más adelante, este tipo de modelo se afianzó aún más y se incrementó la facilidad de entrada de viajeros

gracias a la instauración de la democracia y a la incorporación de España a la Unión Europea. A partir de ese momento, han sido las propias Comunidades Autónomas las que se han organizado para dirigir, por sí mismas, sus propias políticas turísticas y tratar de impulsar, así, el turismo en sus lugares.

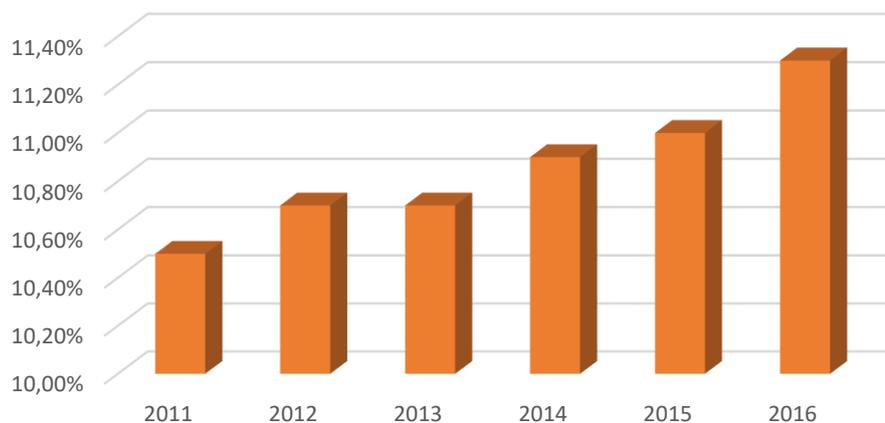
Los gráficos 5.6 y 5.7 muestran la evolución experimentada por la aportación que el sector turístico ha hecho, anualmente, al PIB en España en los últimos años, según la Cuenta Satélite del Turismo de España elaborada por el INE (2010). Los datos aparecen expresados tanto en millones de euros como en porcentaje sobre el PIB respectivamente.

Gráfico 5.6: Evolución de la aportación al PIB del turismo (mill. eur)



Fuente: elaboración propia con datos recogidos de INE.

Gráfico 5.7: Evolución de la aportación al PIB del turismo (porcentaje)

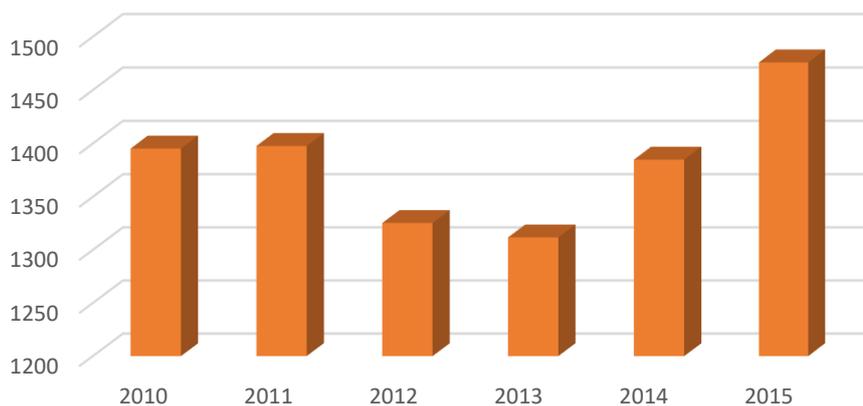


Fuente: elaboración propia con datos recogidos de INE.

Como puede observarse, la aportación que la actividad turística ha realizado, año tras año, a la economía española ha seguido una tendencia positiva, representando una parte importante del Producto Interior Bruto del país y siguiendo la tendencia del sector servicios, mencionada anteriormente.

En cuanto al número de trabajadores, la actividad turística ha generado en los últimos años numerosos puestos de trabajo, contribuyendo significativamente a la creación de empleo en España. De hecho, en el gráfico 5.8, aparece reflejado el número de puestos de trabajo que se ocuparon cada año en la industria turística, según la Cuenta Satélite del Turismo en España realizada por el INE (2010), donde puede observarse que la tendencia que se sigue es claramente positiva, ajustándose a lo que se ha venido explicando con anterioridad.

Gráfico 5.8: Evolución de los puestos de trabajo de turismo (2010-2015)



Fuente: elaboración propia con datos obtenidos del INE (2010).

Como puede observarse en el gráfico, la tendencia comenzó a ser positiva una vez superados los años 2012 y 2013, donde se aprecia una importante bajada en el número de empleados del sector turístico. Su explicación se encuentra, mayoritariamente, en la crisis económica que azotó España desde 2008, pues no sería hasta 2013 cuando comenzarían a apreciarse resultados positivos como muestra de superación de dicha recesión. No obstante, el período de crisis y la influencia que este tuvo sobre el sector servicios se analizará en el siguiente apartado.

5.3. Impacto del período de crisis en el sector

La crisis económica iniciada en España en 2008 tuvo consecuencias devastadoras a nivel mundial, efectos que se materializaron en unos importantes desequilibrios fiscales como, por ejemplo, la variación del PIB entre el 3% y el 13% dependiendo del país del que se hable. (Medina, Herrarte y Vicéns, 2010).

Concretamente en España, la repercusión de la recesión económica no se aleja de lo apuntado para el resto de Europa, salvo en el caso de la tasa de desempleo. En 2009, se registró una tasa de paro casi dos veces superior a la documentada en el resto de países de la Unión Europea, un 18,8%. Por tanto, mientras se observaban unas caídas del PIB y del resto de variables macroeconómicas similares a las del resto de Europa, en el caso del desempleo, España se situó como uno de los países con mayor índice. (Medina, Herrarte y Vicéns, 2010).

Por ello, se llevaron a cabo numerosos estudios tratando de explicar por qué unas variables se veían más afectadas que otras y las consecuencias de estas repercusiones (Carrasco, 2014). En este trabajo se explicará, únicamente, la evolución del sector servicios y las consecuencias que la crisis tuvo sobre él, ya que es sector objeto de análisis.

En el caso del sector servicios, aunque los efectos de la crisis se dejaron notar, no se registraron datos tan devastadores como en otros sectores. De hecho, se convirtió en el elemento fundamental para apoyar la salida de la recesión. En 2009, que fue el año en el que la crisis provocó mayor repercusión y daño a la estructura económico-financiera del país, los sectores de la construcción y el industrial registraron caídas del 7,8% y 12%, respectivamente, de su Valor Añadido Bruto (VAB), entendiendo por VAB el valor creado por un determinado sector una vez descontados los impuestos indirectos y consumos intermedios, mientras que la caída registrada en el sector servicios apenas alcanzó el 0,6% (Carrasco, 2014).

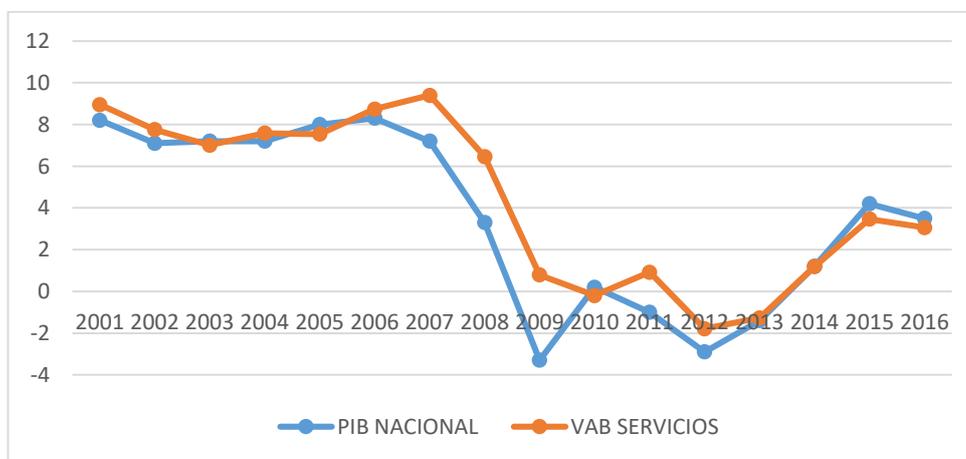
De igual forma, este sector no se ha visto tan afectado en cuanto a la tasa de desempleo pues, aunque es cierto que se produjo una caída con respecto al período anterior a la crisis, mientras otros sectores continuaron perdiendo puestos de trabajo durante varios años, en el caso del sector servicios, no solamente no se registró una tasa de paro tan elevada, sino que, incluso, hubo períodos en los que llegó a generarse empleo como, por ejemplo, en 2010 (Carrasco, 2014).

Según Carrasco (2014), este comportamiento menos negativo ante una crisis económico-financiera de tal magnitud por parte del sector servicios se debe a su carácter menos cíclico que el resto de sectores de la economía española. Frente a épocas de recesión, este sector se mantiene mucho más estable que el resto de igual forma que, en las fases de expansión, las progresiones son mucho menos notorias que en los demás.

Como se ha mencionado anteriormente, a pesar de atravesar una crisis económica, el sector servicios ha tenido un crecimiento continuado y positivo a lo largo de la historia, de manera que, en los años anteriores a la crisis, la tasa de producción del sector se situaba en un 60,6%, mientras que, en 2015, se registró un 74,9%.

A continuación, se adjunta el gráfico 5.9 en el que se puede observar la evolución del Producto Interior Bruto (PIB) desde unos años antes del inicio de la crisis hasta 2016, año en el que finaliza el período de tiempo estudiado en este trabajo, al mismo tiempo que se observa la evolución experimentada por el Valor Añadido Bruto (VAB) del sector servicios.

Gráfico 5.9: PIB total economía y VAB del sector servicios (2001-2016)



Fuente: elaboración propia a partir de los datos obtenidos de INE y IDESCAT

Como se puede observar en el gráfico, en el año anterior al comienzo de la crisis, en 2007, el VAB del sector servicios comienza a decrecer hasta alcanzar su punto más bajo en 2012. Lo mismo ocurre con el PIB nacional: comienza a decrecer en 2007 y no sería hasta 2012 cuando comenzó su incremento. Sin embargo, las diferencias son notorias. Por un lado, pese a que el sector servicios decrece significativamente en el período de la crisis española, este sigue manteniéndose por encima de la economía total. De hecho, la principal diferencia se puede observar en 2009, año en el que la crisis fue

más aguda, de forma que el PIB sufrió una caída del 3,3%, mientras que el sector servicios registró una variación negativa del 0,79%, lo que demuestra que, pese a la tendencia negativa de ambos, el sector servicios sufre de forma más moderada las consecuencias de la crisis.

6. ANÁLISIS EMPÍRICO

Para la realización de este estudio, se han seleccionado dos conjuntos de empresas pertenecientes a las ramas de actividad objeto de análisis a través de la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos). SABI es “una herramienta de gran utilidad para obtener todo tipo de información financiera y de *Business Intelligence*, correspondiente a los balances anuales de más de dos millones de empresas españolas”, según ha apuntado la compañía creadora Informa D&B.

6.1. Ámbito de aplicación

El ámbito de aplicación hace referencia a la población objeto de estudio, al período de tiempo que abarca el análisis y al espacio en el que se sitúa.

Por un lado, en cuanto al ámbito poblacional, las empresas seleccionadas se dividen, principalmente, en dos ramas de actividad pertenecientes al sector servicios: Información y Comunicación, y Hostelería.

El motivo por el cual este estudio se centra, únicamente, en la comparación de la estructura de capital de dichas actividades se encuentra en la Estadística Estructural de Empresas (INE, 2016). Según ésta, dentro del sector servicios, las empresas que presentan una mayor productividad, entendido dicho término como el valor añadido por persona ocupada, son las pertenecientes a Información y Comunicación con un 28,49% sobre el total, mientras que las que presentan una de las menores productividades son las que conforman el grupo Hostelería con un 3,46% sobre el total.

Por tanto, atendiendo a la Clasificación Nacional de Actividad Económicas (CNAE), las actividades sobre las cuales se desarrollarán los análisis pertenecen a los siguientes grupos:

- J – Información y Comunicaciones.

58: Edición.

581: Edición de libros, periódicos y otras actividades editoriales.

582: Edición de programas informáticos

59: Actividades cinematográficas, de vídeos y de programas de televisión, grabación de sonido y edición musical.

591: Actividades cinematográficas, de vídeo y de programas de televisión.

592: Actividades de grabación de sonido y edición musical.

- 60: Actividades de programación y emisión de radio y televisión.
- 601: Actividades de radiodifusión.
- 602: Actividades de programación y emisión de televisión.
- 61: Telecomunicaciones.
- 611: Telecomunicaciones por cable.
- 612: Telecomunicaciones inalámbricas.
- 613: Telecomunicaciones por satélite.
- 619: Otras actividades de telecomunicaciones.
- 62: Programación, consultoría y otras actividades relacionadas con la informática.
- 63: Servicios de información.
- 631: Proceso de datos, *hosting* y actividades relacionadas; portales web.
- 639: Otros servicios de información.
- I: Hostelería.
- 55: Servicios de alojamiento.
- 551: Hoteles y alojamientos similares.
- 552: Alojamientos turísticos y otros alojamientos de corta estancia.
- 553: Aparcamientos para caravanas.
- 559: Otros alojamientos.
- 56: Servicios de comidas y bebidas.
- 561: Restaurantes y puestos de comidas.
- 562: Provisión de comidas preparadas para eventos y otros servicios.
- 563: Establecimientos de bebidas.

Por otro lado, en cuanto al ámbito geográfico de aplicación, serán analizadas las empresas pertenecientes a dichas ramas de actividad que estén situadas en territorio español excepto Ceuta y Melilla y, en cuanto al ámbito temporal, el período de tiempo analizado será de 2008 a 2016, con el objetivo de reflejar la evolución experimentada por ambas actividades en los últimos años, incluyendo la reciente recesión económica.

Una vez decididas las dos ramas de actividad, el período de tiempo y el territorio en que se va a centrar el análisis de comparación, se procede a la selección del grupo de empresas que conformarán la muestra. En ambos casos, los filtros introducidos en SABI para la obtención de un número más o menos homogéneo de empresas fueron los siguientes.

Cuadro 6.1: Criterios de selección utilizados en SABI

Concepto	Criterio de selección utilizado
Estado	Activas
Localización	España
Tipo de empresas	Empresas
Clasificación de actividades	58-63: Información y Comunicación 55-56: Hostelería
Total activo	1000 (miles de euros) como mínimo
Resultado del ejercicio	55 (miles de euros) como mínimo
Empleados	Mín. 50 – Máx. 249 (medianas empresas)
Años con cuentas disponibles	2008-2016 (en todos ellos)

Fuente: elaboración propia.

Con este proceso completado, por un lado, obtenemos una muestra conformada por 109 empresas pertenecientes a Información y Comunicación sobre la que se realizará un análisis empírico y, por otro lado, un conjunto de 126 compañías de Hostelería, que serán estudiadas de igual forma y siguiendo los mismos criterios que en el caso del primer grupo, con el objetivo de poder comparar los resultados obtenidos en ambos y observar, así, las diferencias existentes entre estas dos ramas de actividad.

Cuadro 6.2: Variables del modelo

Tipo de variable	Definición	Cálculo
Dependiente	Endeudamiento	$\frac{\text{Fondos ajenos}}{\text{Activo total}} * 100$
Independientes	Garantía	$\frac{\text{Activo fijo}}{\text{Activo total}} * 100$
	Return On Assets (ROA)	$\frac{\text{BAIT}}{\text{Activo Total}}$
	Crecimiento	$\frac{\text{Act. total } (t) - \text{Act. total } (t - 1)}{\text{Act. total } (t - 1)}$
	Tamaño	$\ln(\text{activo total})$
	Liquidez	$\frac{\text{Activo corriente}}{\text{Pasivo corriente}} * 100$
	Producto Interior Bruto (PIB)	Instituto Nacional de Estadística
	Tipos de Interés (EURIBOR 1 año)	Banco de España

Fuente: elaboración propia.

El cuadro 6.2 muestra las diferentes variables que componen el modelo. Es importante aclarar que, para calcular el ROA, se emplea el Beneficio Antes de Intereses e Impuestos (BAIT) que se obtiene mediante el cociente entre el resultado del ejercicio y el activo total de la empresa.

6.2. Información y Comunicación

En primer lugar, se formula el modelo teórico que se va a analizar. En este caso, la expresión general de dicho modelo es:

$$Y_i = \beta_1 + \beta_2 * ROA + \beta_3 * Tama\tilde{n}o + \beta_4 * Liquidez + \beta_5 * Garantía + \\ + \beta_6 * Crecimiento + \beta_7 * PIB + \beta_8 * Tip_int$$

En este análisis, es necesario aplicar un Modelo de Regresión Múltiple para poder conocer cuáles son las principales variables que influyen en el endeudamiento de las empresas pertenecientes a Información y Comunicación.

En segundo lugar, se observan y analizan los casos que se desean estudiar. Para ello, se utiliza la tabla que se muestra a continuación, ya que resume la información asociada al conjunto de variables consideradas.

Tabla 6.1: Estadísticos descriptivos en Información y Comunicación

Estadísticos descriptivos			
	Media	Desv. típica	N
ENDEUDAMIENTO	0,45687	0,216426	981
GARANTÍA	0,31066	0,260967	981
ROA	0,12775	0,122714	981
CRECIMIENTO	0,09169	0,282488	981
TAMAÑO	9,22948	1,231477	981
LIQUIDEZ	2,82429	7,071530	981
PIB	0,00422	0,026428	981
TIP_INT	0,01338	0,013866	981

Fuente: elaboración propia.

Como puede observarse, la muestra está compuesta por 981 observaciones de las 209 empresas que conforman el grupo de Información y Comunicación. Sintetizando la información recogida en esta tabla, el nivel de endeudamiento medio de las empresas objeto de estudio es del 45,69%, con un ratio de garantía del 31,07% y una rentabilidad

del 12,78%. Además, su crecimiento medio es del 9,17%, mientras que su tamaño, entendido desde el punto de vista del activo, aumenta de media un 9,23%.

A continuación, y con el objetivo de estudiar la relación existente entre la variable dependiente (endeudamiento) y las variables independientes (todas las demás), se analizan las correlaciones bivariantes, recogidas en la tabla A.1. del Anexo. En ella, se puede observar que los factores con los que la dependiente tiene una mayor relación negativa son ROA y Liquidez, mientras que la mayor relación positiva es con Crecimiento y Tipos de Interés.

Cabe destacar que la existencia de elevados coeficientes de correlación puede suponer la aparición de problemas de colinealidad. Por ello, en ocasiones, se emplea el método de Pasos Sucesivos para realizar la regresión, dado que solamente incluye en el modelo los factores realmente importantes para explicar la variable dependiente. Sin embargo, en este caso, al igual que en el que se realizará en el siguiente apartado con el grupo de Hostelería, el método utilizado para realizar la regresión es el de Introducir, que no elimina ningún factor. El objetivo es que ambos análisis empíricos estén realizados con las mismas variables para poder comprobar la influencia de unas y de otras dependiendo del subsector al que nos refiramos.

En tercer lugar, es necesario tener en cuenta que la realización de un Análisis de Regresión Múltiple exige el cumplimiento de un conjunto de hipótesis básicas:

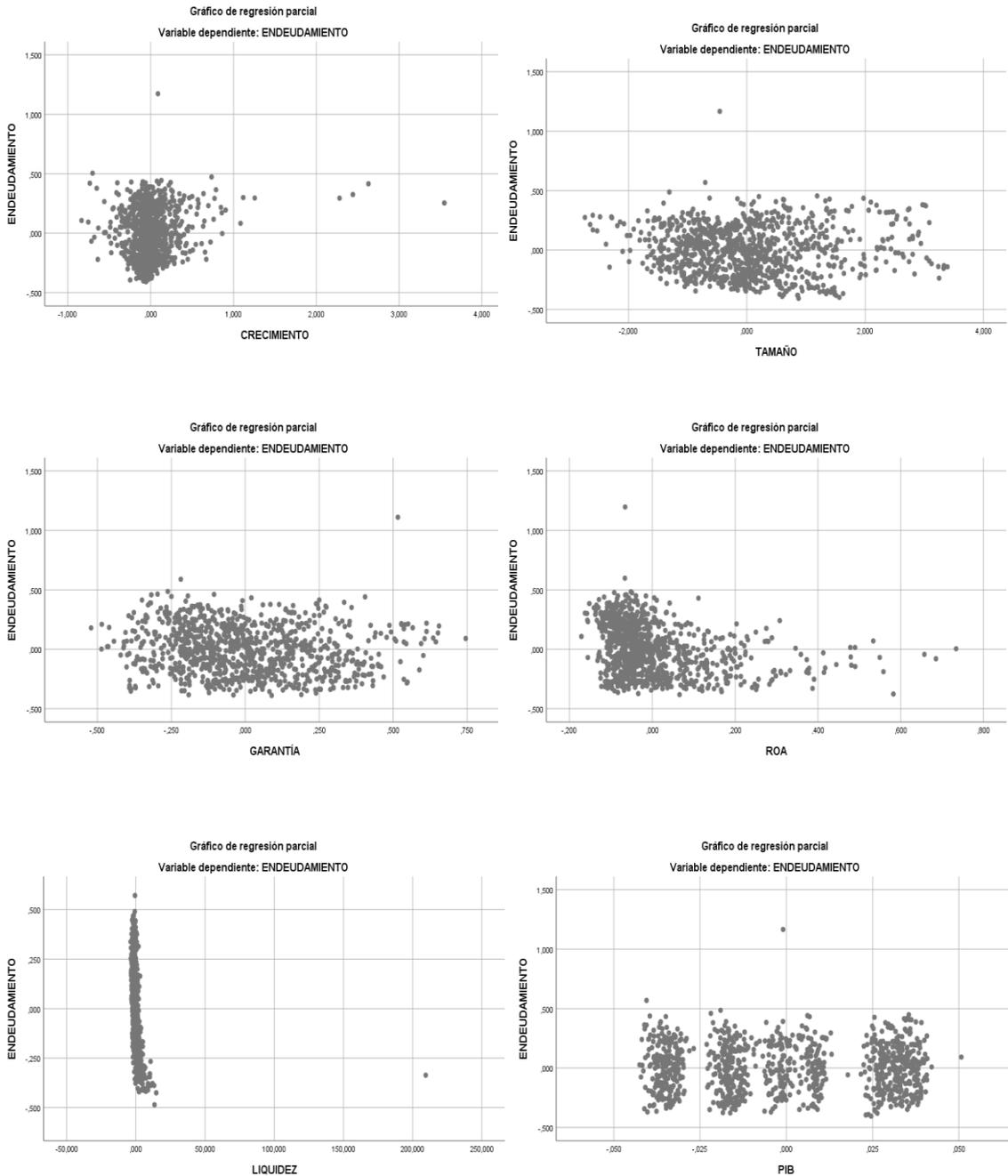
1. Ausencia de error de especificación

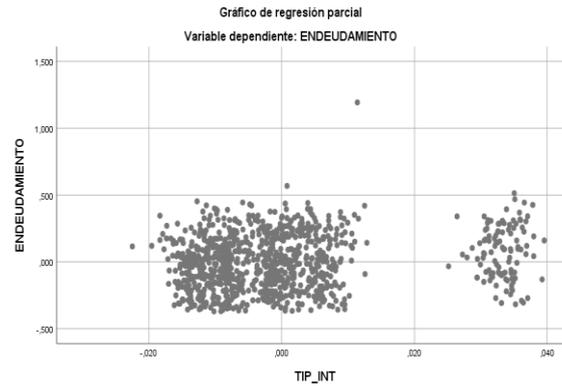
Se refiere a la omisión de variables independientes que puedan resultar relevantes para explicar la dependiente. De igual forma, se necesita comprobar el caso contrario, es decir, si se han incluido algunas que no son tan importantes. Por tanto, esta hipótesis solo puede ser verificada a medida que se realiza el estudio.

2. Linealidad

Para que el modelo escogido funcione correctamente, es necesario que la relación que se establece entre la variable dependiente y el conjunto de variables independientes sea lineal. Para comprobar su cumplimiento de manera rápida y visual, se emplean los gráficos de regresión parcial y de residuos.

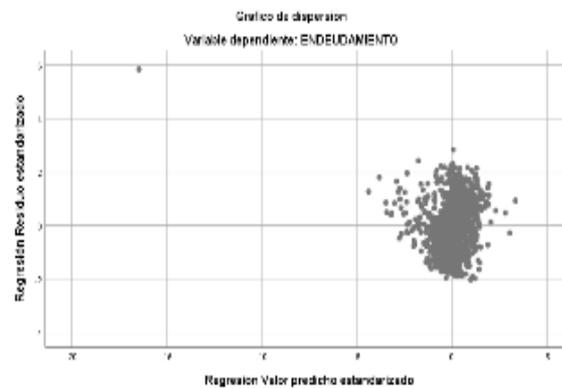
Por un lado, los gráficos de regresión parcial muestran la relación que se establece entre la variable dependiente y cada variable independiente, de forma que, si la nube de puntos que aparece en dicho gráfico no sigue una línea recta o similar, la conexión entre las variables indicadas no es lineal. A continuación, se muestran los gráficos de regresión parcial obtenidos para este modelo.





Teniendo en cuenta estos gráficos de regresión parcial, no se puede afirmar que exista una relación lineal clara entre la variable dependiente y las independientes, ya que algunos muestran un comportamiento más lineal que otros, como en el caso del crecimiento, donde no puede apreciarse linealidad alguna.

Para tratar de esclarecer esta situación, se emplea el gráfico de dispersión de los valores predichos y residuos tipificados.



Sin embargo, analizando el anterior gráfico, se puede observar que ocurre lo mismo que con los de regresión parciales: no se esclarece si realmente existe una relación lineal o no entre la variable explicada y el conjunto de variables explicativas. No obstante, dado que normalmente es muy complicado afirmar o no la linealidad de un modelo simplemente a través de gráficos, existen una serie de contrastes que comprueban este supuesto, entre los que se encuentra el de Durbin-Watson, que se analizará más adelante, ya que también se emplea para comprobar el grado de autocorrelación entre residuos.

3. Ausencia de multicolinealidad entre las variables independientes

Esta hipótesis se refiere a que las variables explicativas del modelo deben ser linealmente independientes entre sí. Si, por el contrario, este supuesto no se cumpliera, podrían generarse importantes errores en la estimación.

Existen múltiples formas de detectar la existencia de colinealidad entre las variables independientes del modelo como, por ejemplo, a través de la matriz de correlaciones, que aparece recogida en la tabla A.1 del Anexo. Sin embargo, a partir de dicha tabla, solamente se puede comprobar la colinealidad existente entre cada par de variables explicativas, mientras que lo importante es conocer el grado de correlación para el conjunto de variables independientes. Por ello, la multicolinealidad va a ser analizada, en este caso, a través de los estadísticos de colinealidad recogidos en la tabla 6.2.

Tabla 6.2: Estadísticos de colinealidad en Información y Comunicación

Modelo		Estadísticas de colinealidad	
		Tolerancia	VIF
1	(Constante)		
	GARANTÍA	0,753	1,327
	ROA	0,948	1,055
	CRECIMIENTO	0,973	1,027
	TAMAÑO	0,770	1,298
	LIQUIDEZ	0,989	1,011
	PIB	0,988	1,012
	TIP_INT	0,966	1,035

Fuente: elaboración propia.

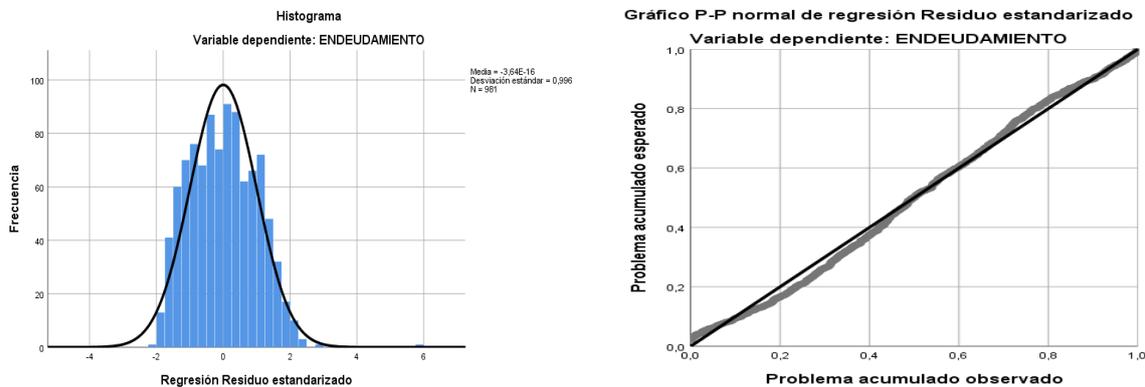
Para analizar dicha tabla, en primer lugar, es necesario observar la tolerancia, que es la cantidad de variabilidad de una determinada variable explicativa que no es explicada por las demás variables independientes. En este caso, puede comprobarse que ninguno de los valores obtenidos es inferior a 0,10, lo que muestra la ausencia de multicolinealidad entre las variables explicativas que componen el modelo.

Además, en segundo lugar, si tenemos en cuenta el factor de inflación de la varianza o VIF, que es un indicador de lo que aumenta la varianza del coeficiente de regresión de la variable, puede comprobarse como ninguno de los valores obtenidos está próximo a diez, de hecho, difieren mucho de dicha cifra, lo que confirma aún más la ausencia de multicolinealidad entre las variables independientes del modelo.

4. Normalidad

Este supuesto establece que los datos utilizados para la elaboración del modelo deben seguir una distribución normal. De esta forma, estadísticos como F de Snedecor y t de Student podrán ser empleados para verificar si el modelo de regresión es significativo, además de para analizar la significatividad de sus coeficientes.

La comprobación de si el modelo cumple con esta hipótesis puede realizarse rápidamente a través del histograma de residuos o del gráfico de probabilidad normal que se muestran a continuación.



Por un lado, podemos observar que el histograma de residuos se ajusta a la curva de la Campana de Gauss, lo que significa que los residuos se distribuyen normalmente, cumpliéndose así la hipótesis de normalidad. Por otro lado, el gráfico P-P muestra que la raya grisácea está situada prácticamente encima de la diagonal principal de dicho gráfico, lo que confirma la normalidad de los residuos.

5. Esperanza matemática del término error

Según esta hipótesis, las distribuciones de probabilidad de los términos de error de cada observación tienen la misma esperanza matemática y dicha esperanza es nula.

6. Homoscedasticidad

La varianza de los distintos valores de la variable dependiente tiene que ser la misma para cada valor de las variables independientes con el objetivo de que la relación de las variables explicativas con la explicada sea medida correctamente.

Esta hipótesis puede comprobarse de forma gráfica a partir de los gráficos de residuos. Para ello, se empleará el gráfico de dispersión, ya adjuntado anteriormente para comprobar la linealidad del modelo. A través de dicho gráfico, se puede apreciar que los

puntos se sitúan mayoritariamente en la parte central del mismo (teniendo en cuenta el eje Y que hace referencia a la regresión de los residuos estandarizados), lo que significa que los residuos no varían con los distintos valores de la variable dependiente, por lo que su varianza es constante para el conjunto de las observaciones.

7. Independencia de los términos de error o ausencia de autocorrelación

Por último, es necesario comprobar si los términos de error están o no correlacionados, para lo que se pueden utilizar tanto el gráfico de dispersión ya empleado para la comprobación de la linealidad del modelo y de la homoscedasticidad como a través de ciertos estadísticos, siendo el más idóneo el de Durbin-Watson.

Por tanto, si tenemos en cuenta el gráfico de dispersión, se puede apreciar la posibilidad de que exista autocorrelación entre los términos de error, ya que los residuos se distribuyen por el gráfico bastante próximos entre sí, siguiendo un patrón similar. No obstante, se emplea el estadístico Durbin-Watson para corroborar lo afirmado.

Tabla 6.3: Estadístico Durbin-Watson en Información y Comunicación

Modelo	Durbin-Watson
1	0,469

Fuente: elaboración propia.

En este caso, el resultado del estadístico de Durbin-Watson es de 0,469, valor situado fuera del rango de 1,5 y 2,5, por lo que se confirma lo expuesto anteriormente: existe autocorrelación entre los términos de error, lo que significa que los residuos no son independientes. El principal inconveniente ante esto es la posible subestimación de la significatividad del modelo calculado, es decir, que el modelo resultante del análisis realizado no obtenga un valor del estadístico R que lo haga significativo como para explicar una buena parte de la variable dependiente.

Una vez comprobado el cumplimiento de las hipótesis básicas, se procede al desarrollo del modelo estimado. Los coeficientes calculados aparecen recogidos en la tabla 6.4, en la que también se muestran los estadísticos t asociados a cada coeficiente y los intervalos de confianza para un nivel de significación del 95%.

Tabla 6.4: Coeficientes del modelo de regresión de Información y Comunicación

Coeficientes ^a								
Modelo	Coef. no estandariz.		Coef. Estándar.	t	Sig.	95,0% intervalo de confianza para B		
	B	Desv. Error	Beta			Límite inferior	Límite superior	
1	(Constante)	0,558	0,054		10,417	0,000	0,453	0,664
	GARANTÍA	-0,107	0,028	-0,129	-3,799	0,000	-0,162	-0,052
	ROA	-0,485	0,053	-0,275	-9,088	0,000	-0,589	-0,380
	CRECIMIENTO	0,088	0,023	0,114	3,832	0,000	0,043	0,132
	TAMAÑO	-0,003	0,006	-0,016	-0,490	0,624	-0,014	0,009
	LIQUIDEZ	-0,007	0,001	-0,234	-7,917	0,000	-0,009	-0,005
	PIB	-0,065	0,242	-0,008	-,269	0,788	-0,541	0,411
	TIP_INT	2,441	0,467	0,156	5,225	0,000	1,524	3,358

Fuente: elaboración propia.

Una vez obtenidos los coeficientes que corresponden a cada variable explicativa, podemos expresar el modelo estimado como:

$$Y_i = 0,558 - 0,485 * ROA - 0,003 * Tamaño - 0,007 * Liquidez - \\ -0,107 * Garantía + 0,088 * Crecimiento - 0,065 * PIB + 2,441 * Tip_int$$

Gracias a estos coeficientes podemos observar el sentido en el que cada variable independiente afecta a la dependiente. En este caso, las variables Garantía, ROA, Tamaño, Liquidez y PIB tienen un efecto negativo sobre el endeudamiento de las empresas analizadas, aunque es importante destacar que el tamaño y el PIB no resultan significativos, aspecto que será explicado más adelante en la comparación entre ambas ramas de actividad. En el caso del crecimiento y los tipos de interés (Euribor 1 año), son variables que afectan positivamente al nivel de deuda.

En cuanto a los coeficientes estandarizados, las variables que tienen una mayor importancia son el ROA y la Liquidez, siendo los resultados de las demás bastante próximos a estos últimos, a excepción de dos de ellas, que difieren bastante del resto: Tamaño y PIB. De hecho, si realizamos una evaluación de la significación de los coeficientes estimados, es necesario comprobar cada uno de los valores p asociados a la t de Student de cada coeficiente. Como se puede observar en la tabla, todos son significativamente distintos de cero exceptuando las dos variables anteriormente identificadas: Tamaño y PIB.

En resumen, según este análisis, en las empresas pertenecientes a Información y Comunicación, los factores principales en la determinación de su nivel de deuda son su liquidez y su rentabilidad. De hecho, la relación que se ha obtenido para dichas variables es negativa, lo que quiere decir que cuanto mayor sea la liquidez que tiene una empresa, menor es su nivel de endeudamiento, debido a que posee una mayor capacidad para hacer frente a sus deudas con otro tipo de recursos. De igual forma, cuanto mayor sea la rentabilidad obtenida por la empresa, menor es su nivel de deuda, lo que está muy ligado con la liquidez, ya que dicha rentabilidad se puede materializar en recursos líquidos que le permite hacer frente a sus obligaciones sin necesidad de acudir a los mercados financieros para obtener fondos.

Una vez completada la fase de estimación de la ecuación de regresión, es necesario realizar una evaluación del modelo obtenido. Para ello, se emplea el estadístico F, cuyo objetivo es contrastar la hipótesis nula de que los coeficientes del modelo son nulos. El resultado obtenido para dicho estadístico aparece recogido en la siguiente tabla.

Tabla 6.5: Modelo ANOVA de Información y Comunicación

ANOVA ^a						
Modelo	Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.	
1	Regresión	7,220	7	1,031	25,942	0,000
	Residuo	38,684	973	0,040		
	Total	45,904	980			

Fuente: elaboración propia.

La tabla 6.5 recoge el estadístico F de Fisher, que muestra la capacidad que tiene el modelo estimado para explicar el comportamiento de la variable independiente. En este caso, dicho estadístico es 25,942, con un nivel de significación que supone el rechazo de la hipótesis nula, por lo que el modelo resultante del análisis empírico sí es significativo.

Sin embargo, pese a esto último, el valor obtenido para el R cuadrado del modelo, que se muestra en la tabla 6.6, indica que el nivel de deuda no está lo suficientemente explicado por el conjunto de variables dependientes, ya que su valor significa que este modelo solamente explica un 15,7% de las variaciones que se producen en el nivel de endeudamiento de las empresas.

Tabla 6.6: Resumen del modelo de regresión de Información y Comunicación

Resumen del modelo ^b					
Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado ajustado	Error estándar de la estimación	Durbin-Watson
1	0,397	0,157	0,151	0,199393	0,469

Fuente: elaboración propia.

Los valores del R cuadrado y del R cuadrado corregido son demasiado bajos, lo que lleva a afirmar que el modelo utilizado explica una pequeña parte de la variable dependiente. Sin embargo, es necesario apuntar que el hecho de que el test de comprobación de la independencia de residuos no confirmara la independencia de estos puede ser el causante de esta baja significatividad del modelo de regresión estimado, además de que, como se ha mencionado en varias ocasiones en la literatura, los aspectos que influyen sobre el nivel de endeudamiento de las empresas son múltiples.

6.3. Hostelería

En el análisis relativo al subsector de la Hostelería, se seguirán los mismos pasos que los utilizados en el estudio anterior, incluyendo el modelo utilizado, debido a que el objetivo es comparar los resultados obtenidos en ambos casos:

$$Y_i = \beta_1 + \beta_2 * ROA + \beta_3 * \text{Tamaño} + \beta_4 * \text{Liquidez} + \beta_5 * \text{Garantía} + \\ + \beta_6 * \text{Crecimiento} + \beta_7 * \text{PIB} + \beta_8 * \text{Tip_int}$$

Como ya se explicó anteriormente, se va a utilizar el Método de Regresión Múltiple, pero, antes de proceder con el estudio, es necesario analizar los casos que se desean investigar. Para ello, se emplea la tabla A.3 recogida en el Anexo, donde puede observarse que la muestra, en este caso, está compuesta por 1130 observaciones de las 226 empresas que conforman el grupo de Hostelería.

Sintetizando la información recogida en esta tabla, el nivel de endeudamiento medio de las empresas objeto de estudio es del 36,85% (inferior al soportado por las compañías de Información y Comunicación), con un ratio de garantía del 68,52% (muy superior al recogido en el anterior análisis) y una rentabilidad del 8,22% (inferior a la generada por las compañías de Comunicación).

Con el objetivo de analizar la relación que se establece entre el endeudamiento de dichas empresas y el conjunto de variables explicativas que conforman el modelo, se

analizan las correlaciones bivariantes, recogidas en la tabla A.2 del Anexo. En ella, puede apreciarse que las variables que tienen una mayor relación con la dependiente son: Tipos de interés (Euribor 1 año), en sentido positivo, y Liquidez, en sentido negativo.

A continuación, se comprueba el cumplimiento de las hipótesis básicas:

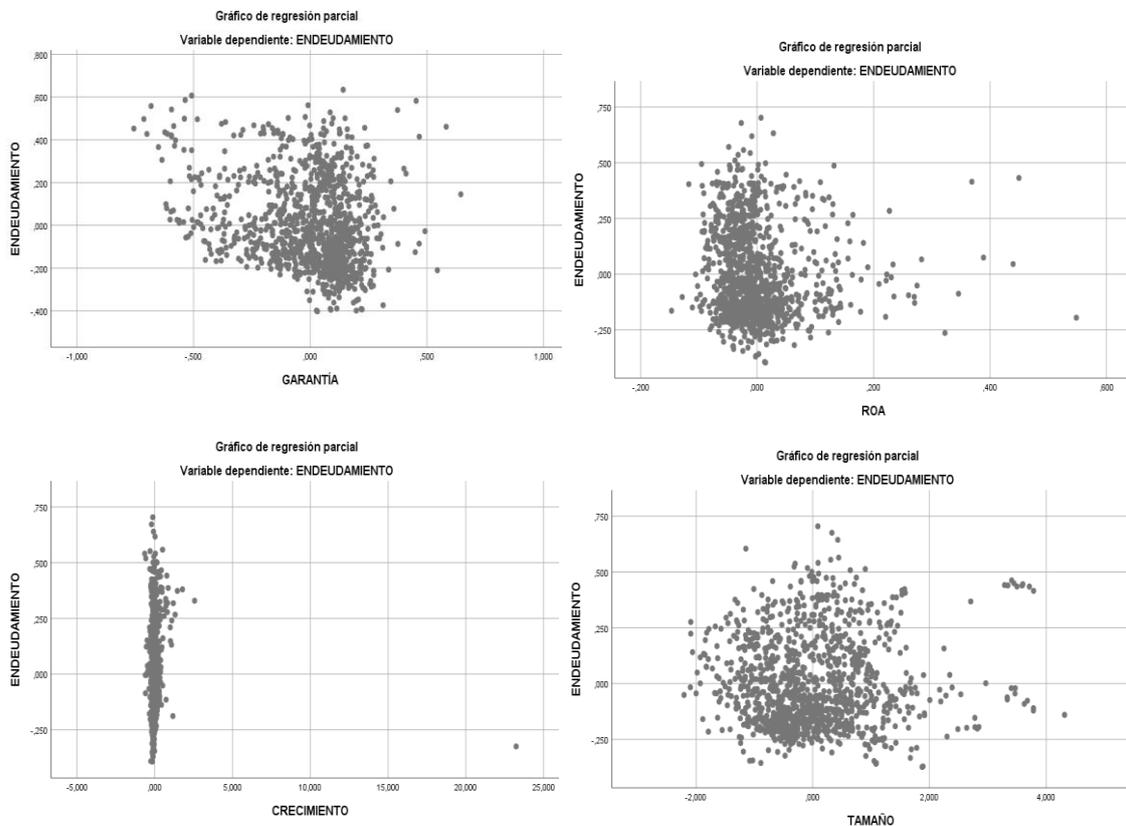
1. Ausencia de error de especificación

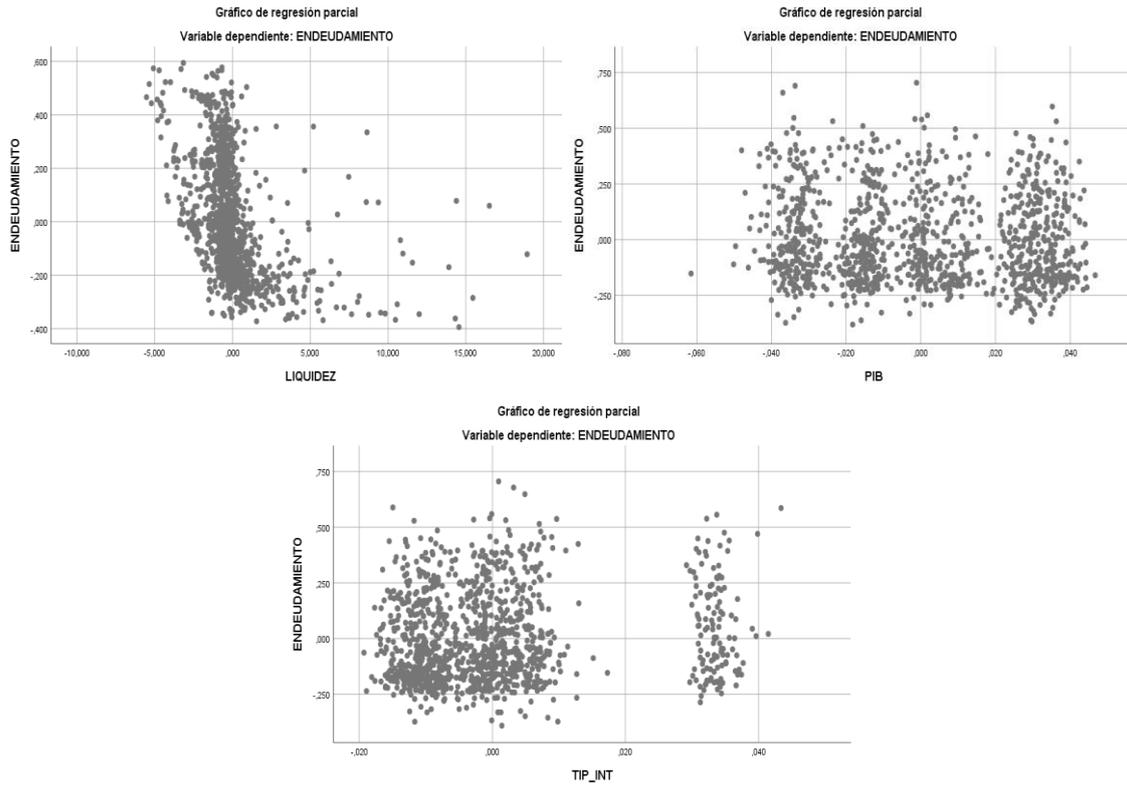
El análisis de si las variables escogidas resultan relevantes para el desarrollo del modelo o si, por el contrario, no son tan importantes, se realizará a lo largo del estudio.

2. Linealidad

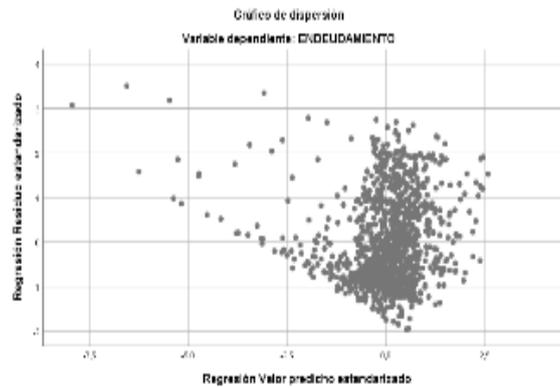
Como ya se ha mencionado, este apartado se puede comprobar visualmente a través de los gráficos de regresión parcial y de residuos.

En los gráficos de regresión parcial que se muestran a continuación no se esclarece existencia o no de linealidad en el modelo, ya que algunos, como el crecimiento, muestran un claro comportamiento lineal, mientras que otros, la mayoría, presentan una nube de puntos bastante dispersa.





Para esclarecer esta situación, se emplea el gráfico de dispersión de los valores predichos y residuos tipificados.



Sin embargo, con este último gráfico, tampoco se puede afirmar con claridad si existe o no relación lineal entre la variable explicada y el conjunto de variables explicativas.

3. Ausencia de multicolinealidad entre las variables independientes

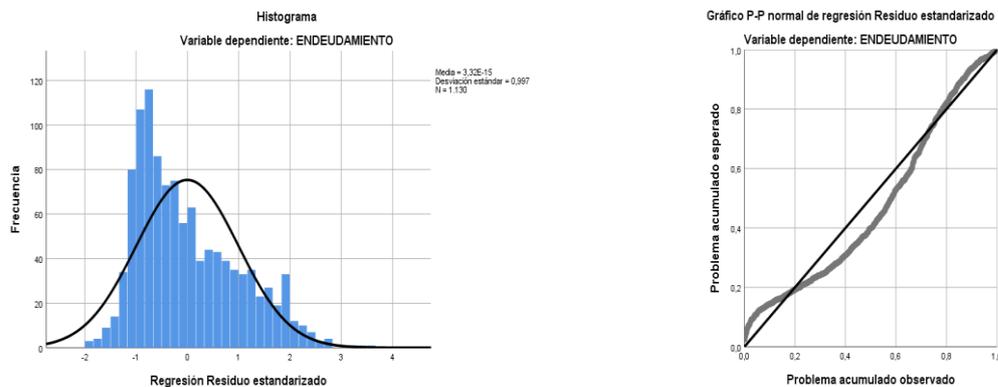
Pese a poder comprobar este supuesto a través de la matriz de correlaciones recogida en la tabla A.2 del Anexo, esta hipótesis se analizará a partir de los estadísticos recogidos en la tabla A.4 de dicho Anexo.

Teniendo en cuenta esa tabla, si observamos la tolerancia, se puede observar que ninguno de los valores obtenidos en el análisis es inferior a 0,10, lo que indica la ausencia de multicolinealidad entre las variables explicativas del modelo.

Si, además, tenemos en cuenta el VIF, podemos observar que ninguno de los valores reflejados está próximo a diez, lo que confirma la ausencia de multicolinealidad.

4. Normalidad

Si analizamos esta hipótesis de forma rápida y visual a través de los gráficos que se muestran a continuación, podemos observar que, en el caso del histograma, los valores obtenidos no se ajustan correctamente a la curva de la Campana de Gauss, ya que se mantienen ligeramente desplazados a la izquierda, por lo que no puede afirmarse a ciencia cierta que los residuos sigan una distribución normal.



Por otro lado, considerando el gráfico P-P, se aprecia que la raya grisácea se sitúa bastante próxima a la diagonal principal, aunque también presenta una ligera curva en la parte central de la misma. Por ello, para esclarecer la situación, utilizaremos el contraste de Kolmogorov-Smirnov, recogido en la tabla A.5 del Anexo.

Es importante señalar que, de entre todos los contrastes que podrían haberse utilizado para comprobar la linealidad del modelo, se ha escogido el de Kolmogorov-Smirnov debido a que la muestra empleada es superior a 50.

Como indica la tabla A.5 del Anexo, el valor p es inferior a 0,05, por lo que se rechaza la hipótesis nula de normalidad de los residuos, confirmando lo sospechado anteriormente: los residuos no siguen una distribución normal. Esto afectaría a la hora de comprobar la validez del modelo, ya que, en caso de que los residuos siguiesen una distribución normal, estadísticos como F de Snedecor y t de Student podrían ser empleados para comprobar si el modelo estudiado es significativo.

5. Esperanza matemática del término error

Dicha hipótesis afirma que las distribuciones de probabilidad de los términos de error de cada observación tienen esperanza matemática nula.

6. Homoscedasticidad

Si tenemos en cuenta el gráfico de dispersión, ya adjuntado en el estudio de la linealidad, para analizar esta hipótesis, se puede observar que gran parte de los puntos se sitúan en la parte central del mismo (teniendo en cuenta el eje Y que hace referencia a la Regresión de los residuos estandarizados), lo que significa que la varianza es constante para el conjunto de observaciones.

7. Independencia de los términos de error o ausencia de autocorrelación

Por último, la comprobación de si existe o no correlación entre los términos de error puede realizarse mediante el gráfico de dispersión o a través de estadísticos como el de Durbin-Watson.

Por tanto, si consideramos el gráfico de dispersión, se puede observar la posibilidad de que exista autocorrelación entre los términos de error, ya que los residuos se distribuyen por el gráfico bastante próximos entre sí, siguiendo un mismo patrón. No obstante, para corroborar lo afirmado, es necesario analizar el estadístico Durbin-Watson, que se recoge en la tabla A.6 del Anexo.

Como puede observarse en dicha tabla, el resultado del estadístico de Durbin-Watson es de 0,469, valor situado fuera del rango de 1,5 y 2,5, por lo que se confirma que existe autocorrelación entre los términos de error, lo que significa que los residuos no son independientes. Esto mismo ocurrió en el análisis de las Información y Comunicación y, como ya se mencionó, el hecho de que esta hipótesis no se cumpla puede suponer una subestimación de la significatividad del modelo calculado.

Una vez analizadas las hipótesis básicas, es necesario desarrollar dicho modelo, para lo cual se tienen en cuenta los coeficientes estimados que aparecen recogidos en la tabla A.7 del Anexo:

$$Y_i = 0,539 - 0,240 * ROA - 0,011 * Tamaño - 0,039 * Liquidez - \\ -0,267 * Garantía - 0,002 * Crecimiento - 0,561 * PIB + 1,908 * Tip_int$$

A través de estos coeficientes, podemos observar el sentido en el que cada variable explicativa afecta a la explicada. En este caso, todas ellas tienen un efecto negativo sobre el endeudamiento de las empresas pertenecientes al subsector de la Hostelería, salvo Tipos de Interés (Euribor 1 año) que afecta a dicha variable en sentido positivo.

En cuanto a los coeficientes estandarizados, las variables que tienen una mayor importancia son Liquidez y Garantía, seguidas de Tipos de Interés (Euribor 1 año), siendo las demás bastante distantes a dichos valores, pero muy parecidas entre sí. No obstante, para realizar una evaluación de la significación de los coeficientes estimados, es necesario tener en cuenta los diferentes valores. Como puede observarse, todos son significativamente distintos de cero a un nivel del 5%, exceptuando una de las variables: Crecimiento.

Sintetizando la información anterior, según el estudio realizado, en las empresas de Hostelería, las variables que afectan principalmente a su nivel de endeudamiento, de entre las analizadas, son Liquidez y Garantía. De hecho, la relación que se establece entre dichas variables es negativa, lo que significa que cuanto mayor sea la liquidez de una empresa, menor es su nivel de endeudamiento. Este resultado es el mismo que el registrado en el anterior análisis. De igual forma, cuanto mayor sea el ratio de garantía de una empresa, menor es su nivel de endeudamiento. Su explicación se encuentra en que un mayor ratio de garantía viene ocasionado por un aumento de los activos fijos, los cuales deben financiarse con fondos permanentes o pasivo a largo plazo. Por tanto, esta relación explica que cuanto mayor sea el ratio de garantía, menor es el nivel de endeudamiento de las empresas debido a que estas optan por financiar sus activos a largo plazo con sus fondos permanentes.

Una vez realizada la estimación, es necesario evaluar el modelo obtenido, para lo que se utiliza el estadístico F, recogido en la tabla A.8 del Anexo. Sin embargo, antes de analizarlo, es importante recordar que, en el análisis de la hipótesis de normalidad, el resultado obtenido fue que los residuos no siguen una distribución normal, lo que puede suponer que este tipo de estadísticos no sirvan para verificar la validez del modelo estimado.

En este caso, el estadístico tiene un valor de 37,821, con un nivel de significación que supone el rechazo de la hipótesis nula, por lo que el modelo estimado es significativo, ya que no cumple la hipótesis de coeficientes nulos.

En cuanto a la cantidad de variable dependiente que es explicada por el modelo estimado, se determina a partir de los valores de R cuadrado y R cuadrado corregido, recogidos en la tabla A.9 del Anexo.

Según el valor obtenido del R cuadrado, el modelo explica un 19,1% de la varianza de la variable dependiente, mientras que según el R cuadrado ajustado explica un 18,6% de la misma. Dichos valores son demasiado bajos, por lo que se puede afirmar que el modelo utilizado explica una pequeña parte de la variable dependiente.

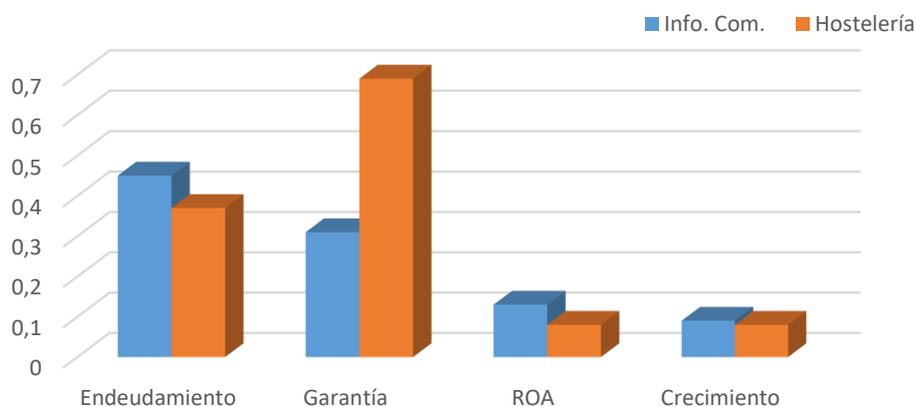
Sin embargo, al igual que ocurrió en el análisis de Información y Comunicación, el resultado del contraste de independencia de residuos, que no confirmó dicha independencia, puede ser el causante de minimizar la verdadera significatividad del modelo de regresión obtenido.

6.4. Comparación de los resultados obtenidos en ambos sectores

Este apartado se centra en el análisis de las principales similitudes y diferencias que ambas ramas de actividad aguardan en los resultados obtenidos.

En primer lugar, resulta interesante comparar los estadísticos descriptivos obtenidos para cada una de las variables de las dos actividades analizadas. Es importante señalar que, en el gráfico 6.1, que recoge dicha comparación, no aparecen las variables macroeconómicas ni Tamaño y Liquidez, ya que son dos medidas que deberían ser analizadas aparte, pues sus valores difieren bastante de los de las demás variables y los resultados no serían apreciables.

Gráfico 6.1: Comparación de los estadísticos descriptivos de ambas ramas



Fuente: elaboración propia

Como puede observarse, en cuanto al nivel de endeudamiento, el soportado en Hostelería es un poco inferior al de Información y Comunicación. Evidentemente, las causas por las que existe esta ligera diferencia son las buscadas a la hora de realizar este estudio: el objetivo de este trabajo es encontrar, en cada una de las ramas de actividad, cuál es la variable o variables que determinan el nivel de endeudamiento, por lo que, este aspecto se explicará más adelante.

Sin embargo, si tenemos en cuenta la garantía, se puede observar una diferencia más que significativa en ambas actividades: la de Hostelería se encuentra muy por encima de la de Información y Comunicación. Esto significa que las empresas hosteleras presentan una posibilidad de hacer frente al pago de sus deudas muy superior a las pertenecientes a Información y Comunicación. Su explicación reside, principalmente, en la forma que tienen de obtener sus ingresos.

Por ejemplo, las empresas hosteleras cobran a sus clientes al contado, mientras que sus proveedores les permiten unos plazos de pago de entre 30, 60 y 90 días para afrontar sus obligaciones, lo que permite que tengan un margen para poder financiarse sin caer en problemas de insolvencia. Sin embargo, las compañías de comunicación no cobran al contado, lo que provoca el riesgo de impago por parte de sus clientes y, de ser así, el problema de no poder afrontar sus obligaciones con los proveedores.

En cuando al *Return On Assets* (ROA) obtenido es similar en ambos casos, siendo un poco superior el de Información y Comunicación que el de Hostelería. Esto significa que, en cierta medida, en las empresas de comunicaciones la relación que se establece entre las inversiones que realizan y los beneficios que obtienen de dichas inversiones es más adecuada que en las hosteleras, es decir, obtienen una mayor eficiencia de las inversiones realizadas.

Por último, si consideramos el crecimiento, los valores registrados son muy similares en ambos casos, lo que muestra que la tasa de crecimiento del activo total de las empresas en ambas ramas de actividad ha sido similar en estos últimos años.

Además, en cuanto a la liquidez y el tamaño, que son las dos variables no incluidas en el gráfico anterior, los valores reportados son parecidos en ambos casos.

Una vez comparados y analizados sus estadísticos descriptivos, se proceden a comparar algunos de los resultados proporcionados por el Análisis de Regresión Múltiple realizado en ambos casos.

En primer lugar, en las tablas 6.7 y 6.8, se comparan las correlaciones bivariantes obtenidas por cada rama de actividad que, como se explicó anteriormente, son aquellas que muestran la relación que se establece entre la variable dependiente (endeudamiento) y las independientes (el resto).

Tabla 6.7: Correlación de Pearson en Información y Comunicación

Variables	Correlación	Sentido
Garantía	-0,081	Negativo
ROA	-0,231	Negativo
Crecimiento	0,117	Positivo
Tamaño	-0,043	Negativo
Liquidez	-0,220	Negativo
PIB	-0,023	Negativo
Tip_int	0,111	Positivo

Fuente: elaboración propia.

Tabla 6.8: Correlación de Pearson en Hostelería

Variables	Correlación	Sentido
Garantía	-0,034	Negativo
ROA	-0,048	Negativo
Crecimiento	-0,002	Negativo
Tamaño	-0,045	Negativo
Liquidez	-0,331	Negativo
PIB	-0,072	Negativo
Tip_int	0,123	Positivo

Fuente: elaboración propia.

Si tenemos en cuenta la fuerza de relación que se establece entre cada variable independiente y la dependiente, por un lado, en la tabla 6.7, se puede observar como aquellas que tienen mayor relevancia sobre el endeudamiento son ROA y liquidez, en sentido negativo, y crecimiento y tipos de interés, en sentido positivo. Por otro lado, en la tabla 6.8, las variables más influyentes sobre la dependiente son liquidez, en sentido negativo, y tipos de interés, en sentido positivo.

Por tanto, comparando las dos ramas de actividad, se puede afirmar que ambas comparten dos variables que afectan, en valor absoluto, a su nivel de endeudamiento: liquidez y tipos de interés, de manera significativa.

Si tenemos en cuenta el sentido en que las variables independientes se relacionan con la dependiente, por un lado, en la tabla 6.7, todas lo hacen en sentido negativo, es decir, su comportamiento es contrario al de la variable dependiente, salvo en dos casos: crecimiento y tipo de interés. Esto significa que a medida que aumentan el ratio de garantía, el ROA, el tamaño, la liquidez o el PIB, el nivel de endeudamiento disminuye, mientras que a medida que aumentan la liquidez de las empresas o los tipos de interés, el nivel de deuda también lo hace. Por otro lado, en la tabla 6.8, todas se relacionan con la dependiente en sentido negativo salvo una variable: tipos de interés. De manera que, en este caso, a medida que aumentan el ratio de garantía, el ROA, el crecimiento, el tamaño, la liquidez y el PIB, el nivel de deuda disminuye, mientras que aumenta cuando también lo hagan los tipos de interés.

Por tanto, comparando los resultados obtenidos para ambas ramas de actividad, es posible afirmar que las variables independientes de cada modelo comparten con el otro el sentido en que se relacionan con la dependiente salvo el crecimiento, que en el caso de Información y Comunicación lo hace de manera positiva mientras que en el de Hostelería lo hace en sentido negativo.

En segundo lugar, en la tabla 6.9, aparecen los resultados obtenidos del estadístico Durbin-Watson, utilizado en ambos análisis para verificar la independencia de los errores.

Tabla 6.9: Comparación del estadístico Durbin-Watson para ambas ramas

Rama de actividad	Estadístico Durbin – Watson
Información y Comunicación	0,469
Hostelería	0,470

Fuente: elaboración propia.

Este estadístico merece una mención especial debido a que se ha obtenido, prácticamente, el mismo valor en ambos casos y, pese a que se trate de una de las hipótesis básicas que deben cumplirse para poder continuar analizando el modelo y, en este caso, no lo haga, como ya se ha explicado durante el análisis empírico, su máxima influencia se deja notar a la hora de evaluar la significatividad del modelo de regresión estimado, cuestión en la que se profundiza más adelante. Sin embargo, en este trabajo, el objetivo principal no era encontrar un modelo de regresión estimado que explicase en gran medida el nivel de endeudamiento de las empresas de estas ramas de actividad, sino conocer cómo se relacionan las variables seleccionadas, que son algunas de las analizadas por numerosos autores, con el nivel de endeudamiento de las empresas.

En tercer y último lugar, se analizan los coeficientes de cada uno de los modelos estimados, recogidos en las tablas A.10 y A.11 del Anexo. En este caso, lo fundamental es la significatividad que presenta cada una variable independiente frente a la dependiente y cuáles son más importantes en la explicación del comportamiento de esta última. Por tanto, se supone que los resultados obtenidos deberían coincidir con lo ya descrito en la comparación de los coeficientes de correlación de Pearson.

Si consideramos el sentido en el que cada variable independiente se relaciona con la dependiente, se puede afirmar que, efectivamente, se confirman los resultados obtenidos con los coeficientes de correlación de Pearson, por lo que este aspecto ya ha sido analizado anteriormente.

Si tenemos en cuenta la beta de los coeficientes estandarizados se puede observar qué variables influyen de forma más significativa sobre la variable dependiente y cuáles lo hacen más débilmente. En este caso, de nuevo, los datos reportados se corresponden con los ya analizados gracias al coeficiente de correlación de Pearson.

Sin embargo, lo realmente significativo, que ya se observó también en el análisis de las correlaciones, pero no se mencionó, es el apartado de significatividad. Este aspecto nos permite conocer qué variables resultan irrelevantes para nuestro análisis. De hecho, en caso de haber realizado los estudios mediante pasos sucesivos en lugar de introducir, estas hubiesen sido eliminadas por el programa. En la tabla A.10 del Anexo, es el caso de las variables tamaño y PIB, mientras que, en la tabla A.11, solamente no lo es crecimiento.

Esto se traduce en que, en los dos estudios, existen variables que no resultan relevantes para el análisis. Sin embargo, ninguna de estas es común a ambas ramas de actividad. Por ello, mientras que el crecimiento sí que afecta al nivel de endeudamiento de las empresas de Información y Comunicación, no lo hace en el de las empresas pertenecientes a Hostelería. De igual forma, el PIB y los tipos de interés resultan relevantes en el nivel de deuda de las empresas hosteleras, mientras que son irrelevantes en el caso de las de comunicación.

8. CONCLUSIONES

El objetivo central de este trabajo ha sido comparar cómo diferentes factores influyen en la estructura de capital de las empresas pertenecientes a dos de las principales ramas de actividad del sector servicios: Información y Comunicación, y Hostelería. Para ello, se ha realizado una revisión de literatura sobre la estructura financiera de las empresas, que se ha utilizado como base para explicar los resultados obtenidos.

Antes de proceder con el estudio estadístico, se han analizado el sector servicios y las dos ramas de actividad mencionadas, así como su evolución en los últimos años. El estudio muestra el importante peso que los servicios tienen actualmente en la economía española, posicionándose como uno de los sectores económicos que mejor resistió al impacto de la crisis económica iniciada en España en 2008. Sin embargo, dentro de este sector, existen diferencias entre las distintas actividades, y la productividad, entendida como el valor añadido por persona ocupada, es la principal entre las empresas de Información y Comunicación, y Hostelería. Las primeras se encuentran situadas a la cabeza del grupo, mientras que las hosteleras registran los valores más bajos.

A continuación, se han realizado dos análisis empíricos, uno para cada rama de actividad, obteniendo de ellos los resultados necesarios para poder compararlas. En primer lugar, el nivel de deuda soportado por las empresas pertenecientes a Información y Comunicación es superior al que tienen las hosteleras en el periodo analizado. Este aspecto resulta fundamental a la hora de estudiar el resto de factores.

Partiendo de esa base, el ratio de garantía de las empresas de comunicación es menor que el de las hosteleras. Es decir, las posibilidades de que una empresa de comunicación pueda hacer frente al pago de sus deudas son menores que si la empresa formase parte del grupo hostelero. El elevado nivel de endeudamiento soportado supone un enorme riesgo de no poder cumplir con sus obligaciones de pago, lo que se traduce en un incremento del riesgo de quiebra, como afirma la Teoría del Equilibrio Estático.

Sin embargo, pese a sus menores garantías de pago, las empresas de Comunicación proporcionan una rentabilidad (ROA) superior a las de Hostelería. No obstante, es importante señalar que la rentabilidad generada mantiene una relación negativa con el nivel de deuda soportado en ambos casos, lo que se traduce en que, cuánto más rentable resulte la empresa, menor es su nivel de endeudamiento, ya que son capaces de financiarse

utilizando los recursos generados internamente, como afirma la Teoría de la Jerarquía de Preferencias.

Pese a esta diferencia de rentabilidad entre ellas, ambas pertenecen al sector que, actualmente, tiene un mayor peso en la economía española, ya que fue el único capaz de resistir a la crisis económica, reportando incluso en aquel período una tendencia positiva, lo que se traduce en que, aunque difieran en que la rentabilidad de las empresas de telecomunicaciones es superior a la de las hosteleras, si las comparásemos con cualquier otro sector, podría observarse cómo, cualquiera de ellas, obtiene una rentabilidad superior a las actividades de otros sectores.

El crecimiento de las empresas de Información y Comunicación es otra de las principales variables explicativas de su nivel de deuda y, además, la relación establecida entre ambos factores es positiva. Es decir, cuanto mayor sea el crecimiento, mayor es su nivel de endeudamiento, como afirma la Teoría de Jerarquía de Preferencias. Por ello, en este caso, el mayor volumen de deuda de las empresas de comunicación podría estar explicado, en parte, por esta mayor necesidad de fondos para financiar el crecimiento que han ido experimentado a lo largo de los años.

Este endeudamiento de las empresas de comunicación también está explicado, en gran medida, por los tipos de interés. Lo más interesante en este aspecto es el sentido en el que se establece dicha relación. A medida que aumentan los tipos de interés, también lo hace el nivel de deuda que las empresas soportan. Si se atiende a la Teoría del Equilibrio Estático, la explicación podría encontrarse en el adecuado aprovechamiento que estas empresas hacen de las ventajas fiscales. Sin embargo, este no suele ser el motivo principal. El no disponer de suficientes recursos líquidos para hacer frente al pago de sus deudas, como afirma la Teoría de la Jerarquía de Preferencias, es la explicación fundamental ante un mayor nivel de deuda.

En el caso de Hostelería, aunque las empresas pertenecientes a este grupo soporten un menor endeudamiento, el análisis muestra que mantienen ciertas similitudes con las de Información y Comunicación. Por ejemplo, el sentido en el que se relaciona el endeudamiento con garantía, rentabilidad, liquidez y tipos de interés es el mismo.

En este caso, la variable que tiene una mayor influencia en el volumen de deuda es la liquidez, con quien se relaciona en sentido negativo, es decir, a medida que aumenta la liquidez, disminuye el endeudamiento, aspecto explicado por la Teoría de la Jerarquía de

Preferencias. Las empresas hosteleras cobran al contado, a diferencia de las compañías de Información y Comunicación, lo que les permite disponer de recursos líquidos suficientes para hacer frente al pago de sus deudas de manera inmediata si fuera preciso.

No obstante, también se observan algunas diferencias. El crecimiento en el caso de las compañías hosteleras afecta de manera negativa al nivel de deuda soportado, es decir, actúa en sentido contrario que en el caso de comunicación: cuanto mayor sea el crecimiento de las empresas, menor es su nivel de endeudamiento. Sin embargo, en el análisis empírico se explicó la no significatividad de esta variable en este caso, por lo que no resulta fiable el resultado obtenido y sería adecuado realizar otros estudios que abordasen dicho tema para poder conocer con veracidad la relación que se establece entre este factor y la deuda de estas empresas.

Por último, es importante señalar las limitaciones que se han encontrado a lo largo del trabajo y que podrían servir como base para la realización de estudios futuros.

Por un lado, no ha sido posible explicar la relación establecida entre el nivel de deuda soportado por las empresas de Información y Comunicación y el tamaño de dichas empresas, así como la influencia del Producto Interior Bruto en esta estructura, debido a que los análisis reportaron que se trataban de variables no significativas. Sin embargo, resulta interesante conocer qué influencia tienen sobre el nivel de endeudamiento también estas variables y qué relación se establece entre ellas.

De igual forma, la no significatividad del crecimiento en el análisis de regresión realizado para las empresas hosteleras, ha supuesto la no explicación de tal factor en relación con su estructura de capital, por lo que resultaría interesante conocer qué relación se establece.

9. BIBLIOGRAFÍA

Capon, N., Farley, J.U. y Hoenig, S. (1990). Determinants of financial performance: A meta-analysis. *Management Science*, 36(10), 1143-1159. Recuperado de <https://pubsonline.informs.org/doi/abs/10.1287/mnsc.36.10.1143>

Carrasco, N. (2014). *El comportamiento del sector servicios en los últimos años en España*. Universidad Carlos III de Madrid, 50-55. Recuperado de http://portal.uc3m.es/portal/page/portal/inst_flores_lemus/laboratorio_prediccion_analisis_macroeconomico/biam/Informes/articulos_destacados/

Casanovas M. y Bertrán J. (2013). *La Financiación de la empresa: cómo optimizar las decisiones de financiación para crear valor*. Barcelona: Profit Editorial.

Correa Domènech, M. (2007). *Estructura de capital de la empresa Teorías explicativas y estudio empírico internacional aplicado a grandes empresas*. Tesis doctoral. Universidad Ramón Llull. Recuperado de <https://dialnet.unirioja.es/servlet/tesis?codigo=6197>

Cuadrado-Roura, J.R. (2016). Desindustrialización versus tercerización: del aparente conflicto a una creciente integración. *Documento de Trabajo* 8/2016. Instituto Universitario de Análisis Económico y Social. Universidad de Alcalá. 1-24. Recuperado de <http://www.cemad.es/wp-content/uploads/2016/11/0150.pdf>

Cueto Iglesias, B. (2016). El empleo en el sector servicios. *Economistas*, 150, 18-26. Recuperado de <http://www.cemad.es/wp-content/uploads/2016/11/0150.pdf>

Díez Martín F. y Prado Román C. (2009). *Análisis de la estructura económica y financiera de la empresa en situaciones de crisis: una herramienta para no financieros*. Comunidad de Madrid: Fundación Madrid por la Excelencia.

Fama E.F. y French K.R. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1), 1-33. Recuperado de https://www.jstor.org/stable/2696797?seq=1#metadata_info_tab_contents

Fazzari S.M., Hubbard R.G., Petersen B.C., Blinder, A.S. y Poterba, J.M. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*. 1988(1), 141-206. Recuperado de <https://www.nber.org/papers/w2387>

Frank M.Z. y Goyal V.K. (2003). Capital structure decisions, Working paper, University of British Columbia. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=396020

Frank M.Z. y Goyal V.K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management*, 38(1), 1-37. Recuperado de <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x>

González, V.M. y González F. (2011) Firm size and capital structure: Evidence using dynamic panel data. *Applied Economics*, 44(36), 4745-4754. Recuperado de <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00036846.2011.595690>

Harris M. y Raviv A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355. Recuperado de <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>

Instituto Nacional de Estadística (INE) (2010). *Cuenta Satélite del Turismo de España*. INE.

Jensen M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329. Recuperado de https://www.jstor.org/stable/1818789?seq=1#metadata_info_tab_contents

Jensen M.C. y Meckling W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. Recuperado de <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X>

Jiménez Naharro, F. y Palacín Sánchez, M.J. (2007). Determinantes de la estructura financiera de la empresa. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 16(4), 9-23. Recuperado de <https://idus.us.es/xmlui/handle/11441/43891>

Marris R. (1963). A model of the “managerial” enterprise. *The Quarterly Journal of Economics*, 77(2), 185-209. Recuperado de https://www.jstor.org/stable/1884399?seq=1#metadata_info_tab_contents

Medina E., Herrarte A. y Vicéns J. (2010). Inmigración y desempleo en España: impacto de la crisis económica. *Retos Económicos de la Inmigración Económica en España*, 854, mayo-junio, 37-48.

Menéndez Requejo, S. (1995). La decisión de endeudamiento ante la existencia de información asimétrica. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 24 (82), 81-102. Recuperado de <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=44159>

Menéndez Requejo, S. (2001). Estructura de capital de la empresa española ante problemas de riesgo moral y selección adversa. *Cuadernos de Economía y Dirección de la empresa*, 10, 485-500. Recuperado de <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=195493>

Ministerio de Industria, Turismo y Comercio (Secretaría General de Turismo) (2007). *Plan del Turismo Español Horizonte 2020*. 1-138. Recuperado de <https://www.tourspain.es/es-es/Conozcanos/Documents/HistoricoPoliticaTuristica/PlanTurismoEspañolHorizonte2020.pdf>

Modigliani F. y Miller M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297. Recuperado de https://gvpesquisa.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/arquivos/terra_-_the_cost_of_capital_corporation_finance.pdf

Mondragón-Hernández, S.A. (2011). Marco conceptual de las teorías de la irrelevancia, del trade-off y de la jerarquía de las preferencias. *Cuadernos de Contabilidad*, (12)30, 165-178. Recuperado de <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=5488486>

Muñoz López L., Antón Martínez P. y Agustín García A. (2018). *Informe Anual del Sector TIC y de los Contenidos en España 2017*. Observatorio Nacional de las Telecomunicaciones y de la Sociedad de la Información (ONTSI). Recuperado de <https://www.ontsi.red.es/ontsi/sites/ontsi/files/Informe%20anual%20del%20Sector%20TIC%20y%20de%20los%20Contenidos%202017.pdf>

Myers, S.C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), November, 147-175. Recuperado de <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X77900150>

Navarrete Martínez, E. (2012). *Factores determinantes del comportamiento financiero de las empresas familiares*. Tesis Doctoral. Universidad de la Rioja. Recuperado de <https://dialnet.unirioja.es/servlet/tesis?codigo=25840>

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. Recuperado de <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>

Ross, S.A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40. Recuperado de https://www.jstor.org/stable/3003485?seq=1#metadata_info_tab_contents

Scott, J.H. (1976). A theory of optimal capital structure, *The Bell Journal of Economics*, 7(1), 33-54. Recuperado de <https://www.jstor.org/stable/i350525?refreqid=excelsior%3Ad47b087e2da83838c88cdfd58380fcb4>

Secretaría de Estado de Turismo del Ministerio de Industria, Comercio y Turismo (2019). *Directrices Generales de la Estrategia de Turismo Sostenible de España 2030*. Documento de trabajo, 1-20. Recuperado de <https://turismo.gob.es/es-es/estrategia-turismo-sostenible/Documents/directrices-estrategia-turismo-sostenible.pdf>

Segura J. y Toledo L. (2003). Tamaño, estructura y coste de financiación de las empresas manufactureras españolas. *Investigaciones Económicas*, 27(1), 39-69. Recuperado de <https://www.fundacionsepi.es/investigacion/revistas/paperArchive/Ene2003/v27i1a2.pdf>

Smith, C.W. y Watts, R.L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, 32(3), 263-292. Recuperado de <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X9290029W>

Suárez Suárez, A. S. (1974). La estructura financiera óptima de la firma y la tasa de retorno requerida. *Revista de Economía Política*, 67, 7-63. Recuperado de <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=2496203>

Titman S. y Wessels R. (1988) The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19. Recuperado de <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>

Vida Barea J. CNAE: Clasificación Nacional de Actividades Económicas. <https://www.cnae.com.es/index.php>

9. ANEXO

Tabla A.1: Coeficientes de correlación en Información y Comunicación

		Endeudamiento	Garantía	ROA	Crecimiento	Tamaño	Liquidez	PIB	Tip Int
Corr. Pearson	Endeudamiento	1,000	-0,081	-0,231	0,117	-0,043	-0,220	-0,023	0,111
	Garantía	-0,081	1,000	-0,195	-0,131	0,456	-0,078	-0,027	-0,012
	ROA	-0,231	-0,195	1,000	0,028	-0,150	0,017	0,019	0,107
	Crecimiento	0,117	-0,131	0,028	1,000	-0,018	-0,008	-0,062	-0,056
	Tamaño	-0,043	0,456	-0,150	-0,018	1,000	-0,055	0,042	-0,124
	Liquidez	-0,220	-0,078	0,017	-0,008	-0,055	1,000	0,041	0,057
	PIB	-0,023	-0,027	0,019	-0,062	0,042	0,041	1,000	0,027
	Tipos de Interés	0,111	-0,012	0,107	-0,056	-0,124	0,057	0,027	1,000
Sig. (unil)	Endeudamiento	.	0,005	0,000	0,000	0,089	0,000	0,238	0,000
	Garantía	0,005	.	0,000	0,000	0,000	0,007	0,202	0,349
	ROA	0,000	0,000	.	0,187	0,000	0,296	0,277	0,000
	Crecimiento	0,000	0,000	0,187	.	0,287	0,398	0,027	0,039
	Tamaño	0,089	0,000	0,000	0,287	.	0,044	0,096	0,000
	Liquidez	0,000	0,007	0,296	0,398	0,044	.	0,101	0,037
	PIB	0,238	0,202	0,277	0,027	0,096	0,101	.	0,199
	TIP_INT	0,000	0,349	0,000	0,039	0,000	0,037	0,199	.

Fuente: elaboración propia.

Tabla A.2: Coeficientes de correlación en Hostelería

		Endeudamiento	Garantía	ROA	Crecimiento	Tamaño	Liquidez	PIB	Tip Int
Corr. Pearson	Endeudamiento	1,000	-0,034	-0,048	-0,002	-0,045	-0,331	-0,072	0,123
	Garantía	-0,034	1,000	-0,281	-0,010	0,349	-0,490	0,023	-0,010
	ROA	-0,048	-0,281	1,000	-0,040	-0,369	0,030	0,143	-0,097
	Crecimiento	-0,002	-0,010	-0,040	1,000	0,054	0,012	-0,021	-0,015
	Tamaño	-0,045	0,349	-0,369	0,054	1,000	0,013	0,048	-0,094
	Liquidez	-0,331	-0,490	0,030	0,012	0,013	1,000	-0,016	-0,001
	PIB	-0,072	0,023	0,143	-0,021	0,048	-0,016	1,000	0,023
	Tipos de Interés	0,123	-0,010	-0,097	-0,015	-0,094	-0,001	0,023	1,000
Sig. (unil)	Endeudamiento	.	0,126	0,054	0,472	0,067	0,000	0,008	0,000
	Garantía	0,126	.	0,000	0,369	0,000	0,000	0,220	0,374
	ROA	0,054	0,000	.	0,090	0,000	0,156	0,000	0,001
	Crecimiento	0,472	0,369	0,090	.	0,036	0,339	0,242	0,312
	Tamaño	0,067	0,000	0,000	0,036	.	0,335	0,053	0,001
	Liquidez	0,000	0,000	0,156	0,339	0,335	.	0,298	0,483
	PIB	0,008	0,220	0,000	0,242	0,053	0,298	.	0,224
	TIP_INT	0,000	0,374	0,001	0,312	0,001	0,483	0,224	.

Fuente: elaboración propia.

Tabla A.3: Estadísticos descriptivos de Hostelería

Estadísticos descriptivos			
	Media	Desv. Desviación	N
ENDEUDAMIENTO	0,36849	0,222607	1130
GARANTÍA	0,68519	0,256961	1130
ROA	0,08215	0,073200	1130
CRECIMIENTO	0,07973	0,722812	1130
TAMAÑO	9,27382	1,117573	1130
LIQUIDEZ	2,36018	2,751018	1130
PIB	0,00421	0,026422	1130
TIP_INT	0,01332	0,013812	1130

Fuente: elaboración propia.

Tabla A.4: Estadísticos de colinealidad de Hostelería

Modelo	Estadísticas de colinealidad	
	Tolerancia	VIF
1	(Constante)	
	GARANTÍA	0,612
	ROA	0,790
	CRECIMIENTO	0,995
	TAMAÑO	0,744
	LIQUIDEZ	0,719
	PIB	0,963
	TIP_INT	0,968

Fuente: elaboración propia.

Tabla A.5: Prueba de Kolmogorov-Smirnov para Hostelería

Pruebas de normalidad			
	Kolmogorov-Smirnov ^a		
	Estadístico	gl	Sig.
Unstandardized Residual	0,043	981	0,000

Fuente: elaboración propia.

Tabla A.6: Estadístico Durbin-Watson en Hostelería

Resumen del modelo ^b	
Modelo	Durbin-Watson
1	0,470

Fuente: elaboración propia.

Tabla A.7: Coeficientes del modelo de regresión de Hostelería

Coeficientes ^a								
Modelo	Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.	95,0% intervalo de confianza para B		
	B	Desv. Error	Beta			Límite inferior	Límite superior	
1	(Constante)	0,539	0,059		9,078	0,000	0,423	0,656
	GARANTÍA	-0,267	0,030	-0,309	-8,992	0,000	-0,326	-0,209
	ROA	-0,240	0,092	-0,079	-2,611	0,009	-0,420	-0,060
	CRECIMIENTO	-0,002	0,008	-0,005	-,183	0,855	-0,018	0,015
	TAMAÑO	0,011	0,006	0,055	1,758	0,079	-0,001	0,023
	LIQUIDEZ	-0,039	0,003	-0,482	- 15,210	0,000	-0,044	-0,034
	PIB	-0,561	0,231	-0,067	-2,433	0,015	-1,013	-0,109
	TIP_INT	1,908	0,440	0,118	4,337	0,000	1,044	2,771

Fuente: elaboración propia.

Tabla A.8: Modelo ANOVA de Hostelería

ANOVA ^a						
Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	10,681	7	1,526	37,821	0,000 ^b
	Residuo	45,266	1122	0,040		
	Total	55,947	1129			

Fuente: elaboración propia.

Tabla A.9: Resumen del modelo de regresión de Hostelería

Resumen del modelo ^b					
Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado ajustado	Error estándar de la estimación	Durbin-Watson
1	0,437 ^a	0,191	0,186	0,200857	0,470

Fuente: elaboración propia.

Tabla A.10.: Coeficientes del modelo estimado de Información y Comunicación

Variable	Sentido	Beta	Significatividad
Constante	0,558		0,000
Garantía	-0,107	-0,129	0,000
ROA	-0,485	-0,275	0,000
Crecimiento	0,088	0,114	0,000
Tamaño	-0,003	-0,016	0,624
Liquidez	-0,007	-0,234	0,000
PIB	-0,065	-0,008	0,788
Tipos de interés	2,441	0,156	0,000

Fuente: elaboración propia.

Tabla A.11 Coeficientes del modelo estimado de Hostelería

Variable	Sentido	Beta	Significatividad
Constante	0,539		0,000
Garantía	-0,267	-0,309	0,000
ROA	-0,240	-0,079	0,000
Crecimiento	-0,002	-0,005	0,855
Tamaño	0,011	0,055	0,000
Liquidez	-0,039	-0,482	0,000
PIB	-0,561	-0,067	0,000
Tipos de interés	1,908	0,118	0,000

Fuente: elaboración propia.