



UNIVERSIDADE DA CORUÑA

Facultad de Economía y Empresa

Trabajo de  
fin de grado

**Estructura  
Financiera Óptima  
y Coste de Capital:  
Sector Conservero**

Antía García Rodríguez

Tutor: Pablo de Llano Monelos

**Grao en Administración y Dirección de Empresas**

**Año 2014**

## Resumen

Cuando tratamos de analizar cuál sería la estructura financiera óptima de una empresa o conjunto de empresas de un determinado sector, encontramos que existe o podría existir una estructura óptima de activo indisolublemente unida a una estructura financiera que también ha de ser óptima. Mediante el presente trabajo hemos intentado averiguar si la estructura financiera de la industria de conservas de pescado en Galicia es similar a la que presentan las empresas de conservas del resto de España, o bien, tiene características propias.

Por otro lado, se presentan algunas de las teorías más reconocidas sobre la estructura de capital así como las investigaciones más representativas en torno a la estructura financiera de las empresas. Analizaremos la relación entre el coste de capital, el endeudamiento y el valor de la empresa, lo que nos permitirá tener un buen conocimiento acerca de la estructura de capital de las empresas conserveras gallegas. Hemos podido consultar qué cambió en torno a la crisis hipotecaria española y cómo supieron salir de esa vorágine las empresas Gallegas.

Palabras clave: EFO, coste de capital, financiación, industria conservera, PYME.

## Abstract

When the best financial structure of an enterprise or a group of companies within a particular area is analysed, the possibility of an ideal asset assemblage might exist or already exists, which is indissolubly united to a financial structure. This entity must cover the companies needs in an optimal way. The present document aims to research whether the financial structure of the canning industry in Galicia is similar to other Spanish ones or not.

Furthermore, different theories about the structure of the most important and widely-known worldwide capital are shown on this paper, in order to analyze the most representative research on company financial structure, analyzing the relationship between the cost of capital debt and the value of the company. This will enable us to have a wider knowledge about capital structure, and therefore to reach the objective of this study: the Galician canning industries. What is more, what happened before and after the Spanish mortgage crisis has been consulted, as well as how Galician enterprises managed to deal with this situation.

Keywords: EFO, capital cost, financing, canning industry, PYME.

# Índice

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Introducción .....</b>  | <b>6</b>  |
| <b>1. Estructura del pasivo.....</b>                               | <b>8</b>  |
| 1.1 Contextualización.....   | 8         |
| 1.2 La combinación del pasivo: componentes .....                   | 8         |
| <b>2. Coste de capital .....</b>                                   | <b>10</b> |
| <b>3. El coste de las diferentes fuentes de financiación .....</b> | <b>11</b> |
| 3.1 Hipótesis previas.....   | 11        |
| 3.2 Coste de capital ajeno o endeudamiento .....                   | 12        |
| 3.3 Coste de capital ordinario o capital-acciones .....            | 13        |
| 3.4 Coste de la autofinanciación .....                             | 13        |
| 3.5 Coste del capital medio ponderado (CCMP) .....                 | 14        |
| <b>4. Estructura Financiera Óptima de la empresa.....</b>          | <b>16</b> |
| 4.1 Introducción .....   | 16        |
| 4.2 Teorías clásicas.....  | 19        |
| 4.2.1 Posición RN .....  | 19        |
| 4.2.2 Posición RE.....   | 21        |
| 4.2.3 Tesis Tradicional .....                                      | 23        |
| 4.2.4 Tesis MM.....  | 25        |
| 4.2.5 Principales críticas.....                                    | 28        |
| 4.2.6 MM (1963).....   | 29        |
| 4.2.7 Efecto conjunto IBS e IRPF: Modelo de Miller.....            | 30        |
| 4.2.8 Trade Off.....   | 31        |
| 4.2.9 Pecking Order.....   | 33        |
| <b>5. El sector conservero.....</b>                                | <b>35</b> |
| 5.1 Características de las empresas conserveras.....               | 35        |
| 5.2 Comparación entre las conserveras en España y en Galicia.....  | 36        |
| 5.3 Financiación de las conserveras en España y en Galicia.....    | 37        |

|           |  |           |
|-----------|--|-----------|
| 5.4       | Problemática que afecta a la industria conservera española.....                                  | 39        |
| 5.5       | La consideración de las conserveras en las teorías modernas sobre la estructura de capital.....  | 40        |
| <b>6.</b> | <b>Análisis empírico en la industria conservera española y gallega.....</b>                      | <b>46</b> |
| 6.1       | Objetivo del estudio.....  | 46        |
| 6.2       | Recogida de datos.....   | 46        |
| 6.3       | Análisis descriptivo de las variables en empresas conserveras de España sin incluir Galicia..... | 48        |
| 6.4       | Análisis descriptivo de las variables en empresas conserveras de Galicia.....                    | 50        |
| 6.5       | Correlaciones entre las variables.....   | 52        |
| 6.6       | Análisis estadístico.....  | 54        |
|           | <b>Conclusiones .....</b>  | <b>59</b> |
|           | <b>Bibliografía .....</b>  | <b>62</b> |
|           | <b>Anexo.....</b>  | <b>68</b> |

## Índice de figuras

|   |    |
|---|----|
| Figura 1. Componentes activo/pasivo.....                            | 9  |
| Figura 2. Maximización del valor de la empresa.....                 | 17 |
| Figura 3. Minimización de $K_0$ .....                               | 18 |
| Figura 4. Relación lineal creciente V y L.....                      | 21 |
| Figura 5. Relación decreciente K y L.....                           | 21 |
| Figura 6. Renta económica.....                                      | 22 |
| Figura 7. Tesis Tradicional.....                                    | 24 |
| Figura 8. Proceso de Arbitraje en la Proposición I MM.....          | 27 |
| Figura 9. Estructura de capital óptima según Teoría Trade-off.....  | 32 |
| Figura 10. Fuentes de financiación.....                             | 42 |
| Figura 11. Promedio AC y PC conserveras españolas.....              | 49 |
| Figura 12. Evolución Ratios Endeudamiento conserveras gallegas..... | 51 |

## Índice de tablas

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Tabla 1. Ratios empresas conserveras de España sin incluir Galicia .....</b>                                  | <b>48</b> |
| Tabla 2. Ratios empresas conserveras de Galicia.....   | 50        |
| Tabla 3. Correlaciones entre datos de conserveras de Galicia y el resto de España...53                           |           |
| Tabla 4. Balance de la muestra de empresas conserveras de España sin incluir Galicia.....                        | 68        |
| Tabla 5. Cuenta de Pérdidas y Ganancias de la muestra de empresas conserveras de España sin incluir Galicia..... | 69        |
| Tabla 6. Ratios globales de la muestra de empresas conserveras de España sin incluir Galicia.....                | 69        |
| Tabla 7. Balance de la muestra de empresas conserveras de Galicia.....   | 70        |
| Tabla 8. Cuenta de Pérdidas y Ganancias de la muestra de empresas conserveras de Galicia.....                    | 71        |
| Tabla 9. Ratios globales de la muestra de empresas conserveras de Galicia.....                                   | 71        |

# Introducción

A pesar de que mucho se ha estudiado y discutido acerca de las razones que hacen que las empresas sigan unas políticas u otras a la hora de financiarse, este tema, sigue siendo en la actualidad objeto de controversia. A la hora de presentar este trabajo hemos utilizado como contexto y objeto de estudio la industria conservera y hemos planteado una comparación entre las características que presenta en el tejido empresarial en España y el que presentan las empresas más importantes de dicho sector en la comunidad autónoma gallega.

Hemos tratado de comprobar si las empresas conserveras gallegas presentan características similares o bien elementos diferenciadores en cuanto a la composición de su pasivo y por tanto a la forma de financiación que utilizan. Nos ha parecido especialmente relevante comprobar si un elemento de contexto tan importante como la crisis de 2007 ha podido influir y condicionar de algún modo las oportunidades y las decisiones de financiación de las empresas.

En la primera parte de este trabajo se hace un repaso de los conceptos que más relevancia tendrán en nuestro análisis como son la estructura del pasivo, el coste de capital y el coste de las diferentes fuentes de financiación. Por otro lado hemos repasado la literatura y las teorías más notables en torno a la estructura de capital de las empresas desde las teorías más clásicas como las de Modigliani-Miller (1958), que defendía la irrelevancia de la estructura del capital sobre el valor de la empresa en mercados de capitales perfectos hasta teorías más modernas y adaptadas a la realidad contemporánea. Por último hemos estudiado el sector conservero y realizado una comparación entre las características que presenta en España y en Galicia.

Para realizar la tercera parte de este trabajo hemos utilizado los datos que nos ha proporcionado la Base de Datos SABI en la cual hemos definido las muestras que

hemos estudiado a las cuales hemos practicado distintas pruebas estadísticas y a partir de todo ello hemos planteado nuestras hipótesis.

Nuestro principal objetivo ha sido responder a las siguientes cuestiones: ¿Existe una estructura de capital característica, que suponemos óptima, para las empresas del sector conservero en España? ¿Se mantiene esa estructura con sus características propias si consideramos sólo las que pertenecen a Galicia, o bien en Galicia, encontramos elementos diferenciadores y propios? Siendo las empresas de Galicia 65 de un total de 147<sup>1</sup>, pero que representan un volumen de negocio del 86% de la producción nacional de conservas de pescado ¿presentan un perfil financiero diferente? ¿La crisis del sector financiero ha condicionado y modificado este perfil financiero? ¿Hacia dónde parece que se encamina el sector conservero gallego a la luz de los datos analizados y de la información que hemos podido encontrar? .

---

<sup>1</sup> Datos del 2012.

# 1. Estructura del pasivo

## 1.1 Contextualización

Dentro de la estructura de una empresa, se tiene que prestar atención al pasivo. El pasivo se entiende como el conjunto de fuentes financieras que permiten llevar a cabo las inversiones que se desarrollan en el interior de la empresa. A su vez el tamaño del pasivo, viene determinado por la composición y el tamaño óptimo del activo, por el tamaño óptimo de la empresa, y por tanto óptimo volumen de recursos financieros tal y como relata Piñeiro et al. (2011).

## 1.2 La combinación del pasivo: componentes

Realmente, ¿De qué está compuesto el pasivo? y ¿Cuáles son los elementos que lo componen? A continuación se presenta un resumen de la composición del pasivo, y su correspondiente activo agrupando sus componentes en las masas patrimoniales correspondientes al corto y largo plazo.

El activo, que representa la estructura económica, lo asociamos con la inversión, con la producción, con los bienes y servicios, por lo tanto lo vinculamos a la “rentabilidad”.

Por otro lado, el pasivo lo asociamos con la financiación, es decir, con los recursos que han permitido obtener el activo, y por lo tanto siempre lo consideramos vinculado al “coste”.



**Figura 1. Componentes activo/pasivo**

| ACTIVO=INVERSIÓN   | PASIVO F/EXIGIBLE                  | PASIVO F/TIEMPO                              |
|--|------------------------------------|--|
| ACTIVO FIJO<br>Inversiones a l/p                           | RECURSOS PROPIOS<br>Exigible a l/p | PASIVO FIJO, CAPITAL,<br>RESERVAS, DEUDA L/p |
| ACTIVO CIRCULANTE<br>ACTIVO CORRIENTE<br>Inversiones a c/p | Exigible a c/p                     | PASIVO CIRCULANTE<br><br>PASIVO CORRIENTE    |

1

La “Modern Finance”, corriente financiera extendida a lo largo de la segunda mitad del siglo XX, resumió la función financiera de la empresa como la respuesta simultánea a las tres cuestiones siguientes tal y como señala Solomon (1972) ¿Cuánto invertir? ¿En qué invertir? ¿Cómo financiar o aportar recursos para esta inversión? Que se materializa en el Tamaño óptimo de activo, y por tanto de empresa, su Ritmo de crecimiento, y el Objetivo a medio y largo plazo.

Uno de los principales dilemas es poder determinar ¿cuál es el tamaño óptimo de la empresa? La respuesta vendrá dada por las necesidades de inversión, de la adecuada determinación del activo necesario; que activos, que tamaño de activos.

Tal y como sostiene Piñeiro et al. (2011) otro de los problemas a resolver es el financiero, basado en determinar de forma correcta la composición del pasivo, es decir, el reparto. Las preguntas que se presentan son fundamentales, partiendo de que el activo es igual al pasivo, o tamaño de la empresa. A continuación tendremos que acordar la cuantía de cada uno de los bloques del pasivo, sintetizando: cuanto de capital, deuda a largo, y deuda a corto. Difícil respuesta, puesto que depende del momento en que se encuentre la empresa; nacimiento, crecimiento, reconversión, y de la situación del entorno, del mercado; expansión, recesión, estancamiento. En conclusión, depende del contexto.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Elaboración propia a partir de (Piñeiro et al. 2011)

## 2. Coste de capital

Toda empresa para financiar sus activos puede utilizar diferentes medios o recursos financieros. El hecho de emplear estos medios o recursos financieros implica un coste para la empresa que los utiliza, el cual será distinto según la naturaleza del crédito o componente del capital propio, y en el que se incorporan tanto los costes explícitos o directos (intereses, dividendos, gastos de gestión, etc.) como los costes implícitos o indirectos.

Cuando hablamos de coste de capital, hacemos referencia al coste de cada una de las fuentes de financiación en concreto y al coste medio de las distintas fuentes o recursos financieros que la compañía emplea, lo cual recibe el nombre de coste de capital o también coste del pasivo. Para su medida normalmente se utiliza la media aritmética ponderada del coste de los distintos recursos financieros, tomando como factores de ponderación o también conocidos como pesos las proporciones que tales recursos representan respecto al pasivo total.

Por otro lado el coste de capital debe de estar ligado al objetivo que tiene la empresa. Por lo tanto podemos definir el coste de capital o coste de pasivo *como la tasa de retorno o tipo de rendimiento interno mínimo que toda inversión debe proporcionar para que el valor de mercado de las acciones de la empresa en cuestión se mantenga sin cambio*. Además se encuentra unido a los conceptos tanto de riesgo económico como financiero<sup>3</sup>, y como resultado con la estructura financiera de la empresa. Esto último hace referencia al cociente que dentro del pasivo de la empresa figuren los recursos ajenos respecto a los propios, lo cual se conoce como coeficiente de endeudamiento o grado de apalancamiento financiero.

---

<sup>3</sup> El riesgo económico se debe a todas aquellas circunstancias que afectan al que hacer económico-empresarial y hacen que la empresa no pueda garantizar la estabilidad del beneficio de explotación (fluctuaciones de la demanda, accidentes laborales...).El riesgo financiero surge cuando la empresa contrae deudas, en concreto deudas a m/p y l/p. El riesgo surge cuando aumenta la probabilidad de insolvencia, debido al impago de intereses y devoluciones del principal.

## 3. El coste de las diferentes fuentes de financiación

### 3.1 Hipótesis previas

Antes de abordar el coste de cada una de las fuentes financieras, cabe en un principio reducirlas a dos, discerniendo entre capital ajeno o endeudamiento y capital propio o capital acciones.

Según Suárez (2005) el capital propio carece de coste explícito o coste contractual propio del endeudamiento, pero si tiene un coste implícito o coste de oportunidad. Tal coste es igualmente relevante desde el punto de vista económico-financiero. Así el coste de capital propio viene determinado por las ganancias demandadas o requeridas por los accionistas de la empresa, siempre en función del riesgo que tengan que mantener y del rendimiento por unidad de riesgo del mercado financiero, ya que como mínimo habrán de obtener un rendimiento por unidad de riesgo igual al que pierden de ganar por no haber invertido sus ahorros en activos alternos. De no ser así, los accionistas venderían sus acciones y en consecuencia caerían las cotizaciones en el mercado secundario, en menoscabo del objetivo primordial de la empresa: *la maximización del valor de mercado de sus acciones*.

La empresa debe de incrementar la rentabilidad financiera o coste de capital propio para que los accionistas conserven el mismo grado de satisfacción o afección a la empresa. Dicho coste de capital viene determinado por la rentabilidad que los accionistas deben de obtener como mínimo con el fin de que el valor de mercado de las acciones se mantenga inalterado.

Otro de los puntos a tener en cuenta es la incidencia sobre el coste de capital propio y del ajeno que ejerce tanto el riesgo económico como el riesgo financiero, en el momento de analizar las distintas fuentes de financiación y el coste de capital medio ponderado siendo aconsejable partir de las hipótesis que se abordaran a continuación.

Lo primero a tener en cuenta según Suárez (2005) es que el riesgo económico se mantiene inalterado. El hecho de que se formulen nuevos proyectos de inversión no implica una modificación en el riesgo empresarial global. Para ser más precisos, los nuevos activos mantendrán el mismo nivel de riesgo que los activos ya preexistentes, en los cuales se incluyen los proyectos de inversión anteriormente llevados a cabo. Por otro lado la estructura financiera de la empresa se mantiene inalterada. Lo cual quiere decir que la contribución de los capitales propios y ajenos en la financiación total de la compañía no cambia, o lo que sería equivalente a decir que el riesgo financiero de la misma no varía. Por último, la política de dividendos es neutral respecto a la estructura financiera. Es decir, los beneficios anuales que se reparten en forma de dividendos no altera la composición del pasivo o vínculo entre los recursos ajenos y propios. De no ser así, la política de dividendos variaría el riesgo financiero y por consiguiente el coste de capital.

### 3.2 Coste de capital ajeno o endeudamiento

Todo préstamo o empréstito de obligaciones, conlleva un coste efectivo o coste explícito, el cual viene definido por la tasa de actualización o descuento que iguala el valor actual de los fondos recibidos por la empresa, netos de todo gasto, con el valor actual de las salidas de fondos previstas para ocuparse tanto del pago de los intereses como la devolución del principal tal y como explica Suárez (2005).

Cabe destacar los efectos que tienen tanto los impuestos como la inflación en la deuda adquirida por las empresas. Por un lado, cierta es la relevancia que tienen los impuestos, ya que las cantidades que paga la empresa en concepto de intereses propios de las deudas son deducibles de la base imponible del impuesto que grava la renta de sociedades.

Por ello, aquellas empresas que son rentables el hecho de endeudarse les supone un ahorro de impuestos, lo cual se puede traducir de manera indirecta en una minoración del coste del crédito. Explicado el efecto de los impuestos, se procede a analizar el impacto de la inflación en la deuda. Si la empresa se plantea cancelar su deuda, el prestatario devolvería al prestamista el mismo valor nominal del capital que habría percibido en el momento inicial. Ciertamente es que el valor real en el momento de la devolución puede ser bastante distinto del valor que tenía el capital en el momento de la contratación del crédito, debido a la inflación.

Es por ello que a causa de que la empresa paga al acreedor con euros devaluados, el mayor valor de los activos reales cuya compra se financió con deudas permanece en su totalidad en manos de la empresa. Como resultado, la inflación minora el coste del crédito a costa del acreedor.

### 3.3 Coste de capital ordinario o capital-acciones

En este punto cabe señalar la importancia del coste de capital ordinario sobre el que se profundizará en mayor medida que en puntos anteriores. Tal coste carece de un coste explícito, lo cual conlleva al error basado en considerar que el capital propio de la compañía supone un coste nulo para la misma. Si bien el capital propio puede proceder de la autofinanciación o de la emisión de acciones, se le debe de añadir un coste implícito o coste de oportunidad.

Cierto es que cuando los socios de la empresa aprueban que los beneficios se destinen a las reservas y no al reparto de dividendos, lo hacen con el fin de que la parte de los ahorros que han invertido o a la que renuncian les aporten una rentabilidad por lo menos igual a la que podrían obtener destinando sus ahorros en inversiones alternativas. En caso contrario, al sentir que sus expectativas no han sido complacidas podrían plantearse vender sus acciones.

Como resultado las cotizaciones sufrirían una caída y en menoscabo del objetivo de la empresa que consiste en *la maximización del valor de la misma para sus accionistas*.

### 3.4 Coste de la autofinanciación

En lo referente a la financiación de las empresas, una parte considerable de los proyectos de inversión que llevan a cabo son financiados con financiación interna. Dicha financiación puede proceder de las reservas o de los fondos de amortización, previsión o provisión. Siguiendo a Suárez (2005), esto puede llevar a pensar que tales fondos son gratuitos al carecer de coste explícito, pero en la realidad se les atribuye un coste de oportunidad.

Por otro lado, con los beneficios retenidos la compañía debería tener una rentabilidad por lo menos igual a la que por término medio hubieran tenido los

accionistas si dichos beneficios fueran entregados como dividendos. Y en cuanto a los fondos procedentes de la autofinanciación por mantenimiento, la compañía deberá obtener una rentabilidad derivada de las inversiones financiadas con tales fondos por lo menos igual a la que hubiera logrado si las invirtiera en un mercado financiero. Sin embargo, a pesar de que los recursos financieros generados por la amortización tienen ligado un coste preciso, cuentan con una serie de ventajas respecto a la financiación ajena convirtiéndola en una fuente de financiación más barata respecto a esta última.

Una de las ventajas reside en considerar como deducibles las cuotas de amortización en su totalidad a efectos fiscales, siempre y cuando el beneficio sea positivo y se mantengan los coeficientes máximos de amortización fijados por la autoridad fiscal. Además si la empresa decide financiarse a través de fondos de amortización, no tendrá que pagar intereses a los acreedores y por consiguiente se podrá ahorrar los correspondientes gastos de gestión del crédito (comisiones, corretajes, etc.).

Si por el contrario la empresa decide incrementar su nivel de endeudamiento, esto supondrá un deterioro del grado de autonomía financiera de la empresa además de un incremento del riesgo financiero. Por lo tanto si opta por incrementar los fondos de amortización el efecto será opuesto. Por todo ello concluimos que financiarse mediante fondos de amortización proporciona un ahorro fiscal y un ahorro de gastos de gestión.

### 3.5 Coste del capital medio ponderado (CCMP)

El coste del pasivo o coste del capital, también se conoce como coste de capital medio ponderado. Suarez (2005) define el coste de capital medio ponderado como la media aritmética ponderada del coste de las diferentes fuentes o recursos financieros de que la empresa hace uso, utilizando como pesos o ponderaciones la importancia relativa o tanto por uno que el valor de cada fuente de financiación representa con relación al valor total del pasivo. Explicado este concepto, se procede a diferenciar los recursos financieros en dos grandes bloques: el capital propio, compuesto por el capital-acciones más las reservas, y el capital ajeno o endeudamiento.

La empresa aceptará un proyecto de inversión siempre y cuando genere una corriente de flujos de fondos suficiente para compensar a los proveedores, accionistas

y acreedores por las aportaciones llevadas a cabo. Lo cual será posible en el caso de realizar proyectos cuyo VAN<sup>4</sup> sea positivo siendo el CCMP la tasa de actualización de los flujos netos de los fondos, garantizando así que las rentabilidades esperadas por los accionistas superen sus rentabilidades exigidas tal y como relata Pintado (2012).

El CCMP se calcula a través de la siguiente expresión:

$$\text{CCMP} = K_i \frac{D}{V} + K_e \frac{S}{V}$$

La financiación o valor de la empresa (V) viene determinado por  $\frac{D}{V}$  y  $\frac{S}{V}$  que son las proporciones de deuda (D) y fondos propios (S) respectivamente. Además el cálculo del CCMP debe plasmar el coste ligado a captar nuevo capital con el consiguiente objetivo de financiar inversiones nuevas. Lo cual quiere decir que debe basarse en lo que los inversores están dispuestos a pagar por los títulos de la empresa.

Mención aparte merece  $k_i$  y  $k_e$ , son el coste de la deuda y el coste de los fondos propios, respectivamente. Por un lado  $k_e$  es la tasa de rentabilidad requerida por los accionistas y finalmente,  $k_i$  es la tasa de descuento que iguala las cantidades que la empresa tiene que pagar tanto en intereses como devolución del principal.

Cabe destacar la relevancia de los impuestos en el cálculo del coste de capital medio ponderado, los cuales se han obviado con anterioridad. Su consideración se debe a que los gastos financieros generados por la deuda son deducibles. A continuación se muestra como se calculará el CCMP teniendo en cuenta tal deducibilidad:

$$\text{CCMPDI}^5 = K_i (1-t) \frac{D}{V} + K_e \frac{S}{V}$$

Finalmente el coste de la deuda disminuye al considerar que un mayor volumen de gastos financieros reduce los impuestos a pagar y se reduce por consiguiente, el CCMP.

---

<sup>4</sup> Valor actual neto

<sup>5</sup> Coste de capital medio ponderado después de intereses

## 4. Estructura Financiera Óptima de la empresa

### 4.1 Introducción

La estructura de capital, también denominada estructura financiera, es uno de los temas que más ha preocupado a multitud de académicos e investigadores en las últimas décadas, años en los que se ha tratado la presencia o no de una combinación óptima de recursos ajenos y propios en el sentido de acometer un valor máximo para la compañía.

Es por todo ello por lo que la teoría de la estructura de capital continúa presente como una de los asuntos más cuestionados en la nueva teoría financiera, razón por la cual la pregunta sugerida por Myers (1984) “¿Cómo eligen las empresas su estructura de capital?” continúa sin ser resuelta.

Dentro de la literatura financiera se pueden destacar algunos autores que han definido el término de estructura financiera de forma clara. Siguiendo a Salas (1993) define este concepto como “el reparto de fondos financieros entre deuda y recursos propios, tal y como aparece en el pasivo del balance de situación de la empresa y/o en un cuadro de financiamiento”.

Azofra (1987) aporta que la estructura financiera es el resultado del estudio conjunto del origen y aplicación de los recursos utilizados por la empresa. Por último, Hall et al. (2000) describe la estructura financiera como “*la proporción de la financiación total provista por varios recursos de fondos agrupados como capital propio, deuda a largo plazo y deuda a corto plazo*”.

Las definiciones anteriores se complementan y a su vez nos permiten tanto considerar la división de los fondos (recursos propios y recursos ajenos) y la diferenciación de la deuda (largo plazo y corto plazo).

Una vez abordada la estructura financiera, cabe destacar la relación que tiene con el coste de capital. Efectivamente, la utilización de una y otra fuente de financiación



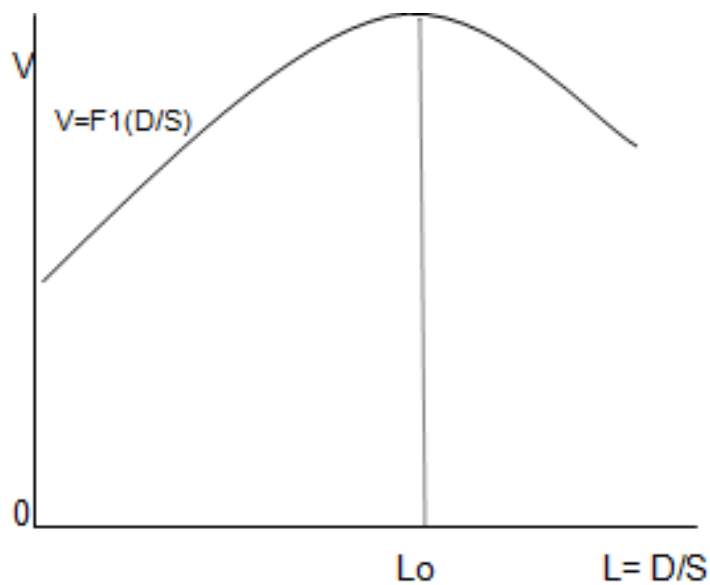
implica para la compañía un coste y un riesgo distintos, con el consiguiente efecto sobre el coste de capital medio ponderado tal y como expone Suárez (2005).

Una de las cuestiones que se plantea es ¿existe una determinada combinación entre recursos propios y recursos ajenos<sup>6</sup> que pueda considerarse óptima?

Antes de abordar esta cuestión, cabe primero definir el concepto de estructura financiera óptima. Suárez (2005) define este término como aquella relación entre los recursos ajenos y propios, es decir, a su ratio, cociente o razón, que maximiza el valor de la empresa para sus accionistas, o equivalentemente, que minimiza su coste de capital medio ponderado.

Lo explicado anteriormente se puede observar en las siguientes figuras.

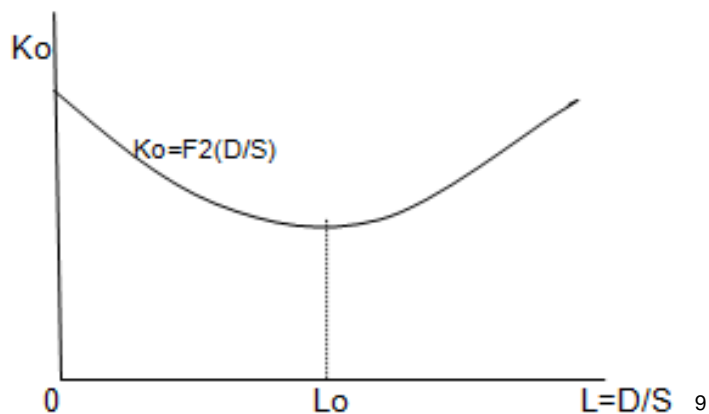
**Figura 2. Maximización del valor de la empresa**



7

<sup>6</sup> Estructura de capital

<sup>7</sup> Elaboración propia a partir de (Suárez, 2005)

**Figura 3. Minimización de  $K_o$ <sup>8</sup>**

Las primeras exposiciones teóricas de la estructura de capital se basaron en precisar las relaciones funcionales entre el ratio de endeudamiento y el coste de capital medio ponderado y su efecto respecto al valor de la empresa. Así se puede obtener una estructura financiera óptima con la utilización prudente del endeudamiento.

Por todo ello el nivel óptimo de endeudamiento vendría representado por la relación entre el valor del endeudamiento y el valor del capital propio ( $L= D/S$ ). Cabe destacar que tal relación funcional se conoce como ratio de endeudamiento o *leverage*.

Tal nivel de endeudamiento óptimo se consigue a través de un proceso determinado. Partiendo de la premisa de que la deuda tiene un coste ( $k_i$ ) menor al capital propio ( $k_e$ ), debido a que los acreedores financieros contraen un riesgo menor, existe una fuente de financiación “barata” (deuda) y una fuente de financiación “cara” (fondos propios).

Asimismo se considera que el coste de capital propio aumenta a medida que aumenta el nivel de endeudamiento, porque al aumentar la deuda se incrementa el riesgo percibido por los accionistas, además de la rentabilidad exigida.

Finalmente el nivel óptimo de endeudamiento se logra en el momento en el que se igualan las economías obtenidas por el aumento de la utilización de los recursos propios con el aumento de la utilización de la deuda. Es en este punto donde se obtiene el coste de capital medio ponderado mínimo y se maximiza el valor de la empresa.

<sup>8</sup> Coste de capital medio ponderado

<sup>9</sup> Elaboración propia a partir de (Suárez, 2005)

No obstante si el nivel de endeudamiento alcanza valores superiores ocasionaría el efecto contrario, es decir, se produciría un aumento del coste de capital medio ponderado y el valor de la empresa sería menor. Tal planteamiento es propugnado por el enfoque tradicional sobre el que se profundizará más adelante.

## 4.2 Teorías clásicas

A continuación se abordaran las distintas teorías que se han formulado sobre la existencia, o no, de una estructura financiera óptima, y que se podrán clasificar de la siguiente forma: la primera permite obtener el valor de los recursos propios a partir del resultado neto (RN), para luego obtener el valor de la empresa; la segunda calcula el valor de la empresa directamente a partir del resultado bruto o de explotación (RE), a partir de ese valor, deduciéndole la deuda, se calcula el valor de las acciones.

Rivera Godoy JA (2002) señala que su importancia reside en su utilización como soporte para las proposiciones de MM y la tesis tradicional sobre las que se profundizarán más adelante.

Las teorías que se van a tratar se aproximan a hipótesis dentro de unos mercados perfectos, y de todas las hipótesis destacaremos las siguientes:

- Los mercados de capital operan sin coste.
- Mercados competitivos.
- El IRPF es neutral.
- Sin información asimétrica.
- El acceso al mercado de capitales es idéntico para todos los participantes.

### 4.2.1 Renta Neta o posición RN

Este método considera que tanto el valor de la empresa como el coste de capital, dependen del grado de endeudamiento.

Sin embargo, el coste de las deudas y el coste de las acciones no dependen de dicho grado de apalancamiento, es decir, el coste de las acciones es mayor que el de la deuda ( $K_i < K_e$ ), de lo contrario los inversores tendrían como preferencia ser acreedores y no propietarios, ya que ganarían más y soportarían un menor riesgo.

Como consecuencia el número de accionistas se reduciría significativamente, pudiendo incluso desaparecer tal figura, lo que se supone impensable.

Según esta hipótesis el valor de las acciones de la empresa se obtiene capitalizando el resultado neto o el valor de los beneficios antes de impuestos al tipo de descuento  $K_e$ .

Por todo ello, a mayor grado de endeudamiento mayor será el valor de la empresa, o equivalentemente, menor será su coste de capital medio ponderado ( $K_o$ ). No obstante, un mayor apalancamiento provocará un aumento del riesgo financiero.

Por un lado, si  $K_e < K_i$  los accionistas no tienen incentivos para invertir en la empresa debido a que obtendrán una mayor rentabilidad y asumirán un menor riesgo si se posicionan como prestamistas.

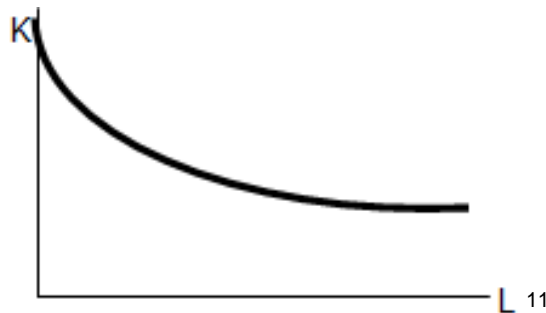
Pero por otro lado si,  $K_e > K_i$  será decreciente con respecto al endeudamiento de la empresa, y por lo tanto a mayor endeudamiento ( $L$ ) menor será  $K_o$ , o lo que es lo mismo, mayor será el valor de la compañía.

A continuación se muestra gráficamente las conclusiones obtenidas. La primera gráfica muestra la relación lineal creciente entre el valor de la empresa y el endeudamiento (cuanto más se endeude la empresa, mayor será su valor).

La segunda gráfica representa la relación no lineal decreciente entre el coste de capital y el endeudamiento (cuanto más se endeude la empresa, menor será su capital propio).

En cuanto a la EFO, el óptimo reside en una empresa que esté compuesta íntegramente por deudas lo cual resulta inviable en la realidad, por lo que se trata de una posición más teórica que práctica.

En la realidad, si la empresa carece de fondos propios, difícilmente los acreedores pondrían a disposición de la empresa crédito para poder financiarse.

**Figura 4. Relación líneal creciente entre V y L****Figura 5. Relación no lineal decreciente entre K y L**

#### 4.2.2 Renta económica (RE)

Según esta hipótesis, igual de extrema que la anterior, el coste de capital medio ponderado y el valor de la empresa tan solo dependen de la capacidad generadora de renta de sus activos, es decir, son independientes de la composición de la estructura de capital o de la forma en que se financie la empresa.

Por lo tanto considera que las decisiones de financiación son totalmente irrelevantes, supuesto que comparten las tesis de Modigliani y Miller M&M (Proposición I).

El coste de las deudas ( $K_i$ ) y el coste de capital medio ponderado ( $K_o$ ) permanecen constantes y son independientes del nivel de endeudamiento, por lo tanto el valor de la empresa se obtiene a través de la siguiente fórmula:

$$V = RE / K_o \text{ siendo } K_o \text{ constante.}$$

<sup>10</sup> Elaboración propia a partir de (Fernández Fernández L, 2001)

<sup>11</sup> Elaboración propia a partir de (Fernández Fernández L, 2001)

Sin embargo, el coste del capital propio ( $K_e$ ) varía con el endeudamiento, supuesto que se puede comprobar una vez que se multiplican las ponderaciones de cada fuente financiera por sus costes correspondientes y se despeja el coste de capital propio ( $K_e$ ):

$$K_e = K_o + (K_o - K_i) * L$$

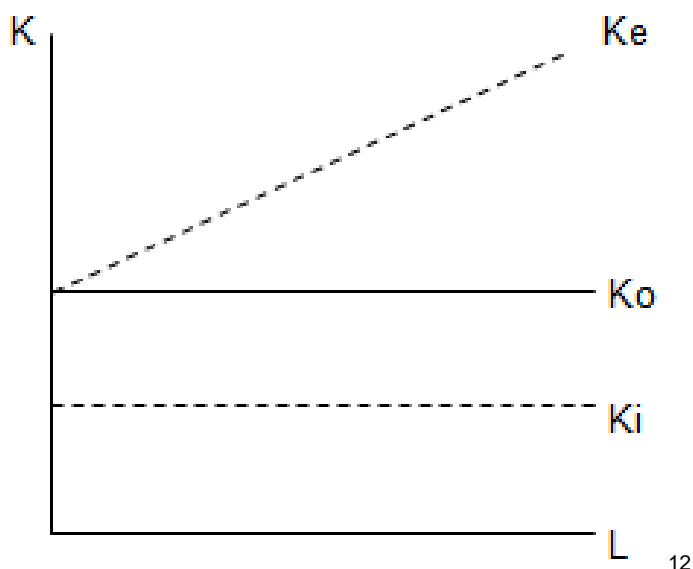
Mientras que para la postura RE la decisión de endeudamiento es imprescindible, la hipótesis RN no considera la existencia de una estructura financiera óptima.

Cualquier composición del pasivo es válida, es decir, no afecta al valor de su activo debido a que la ratio de endeudamiento o leverage no afecta al coste de capital medio ponderado ni al valor de la empresa.

Por lo tanto, el valor de la empresa vendrá determinado por el resultado del propio activo.

Podemos concluir que, a mayor endeudamiento, mayor será el riesgo de los fondos propios, y mayor será la rentabilidad exigida por los accionistas para mantener la cotización de sus acciones en la empresa.

**Figura 6. Renta Económica**



<sup>12</sup> Elaboración propia a partir de (Suárez ,2005)

### 4.2.3 Tesis tradicional

Antes del primer trabajo de Modigliani y Miller (1958), la tesis tradicional defendía la existencia de una combinación óptima de “recursos ajenos-recursos propios”, la cual permitía alcanzar el mínimo coste de capital y el máximo valor de mercado de la empresa.

Es una posición intermedia entre dos posturas antagónicas, RN y RE, ya que con ninguna de ellas se llega a una posición realista. No considera constante ninguna variable ( $K_e$ ,  $K_i$  y  $K_o$ ), pero  $K_e$  y  $K_i$  son funciones crecientes del grado de endeudamiento financiero, y tan sólo  $K_i$  sería constante hasta un cierto nivel de endeudamiento.

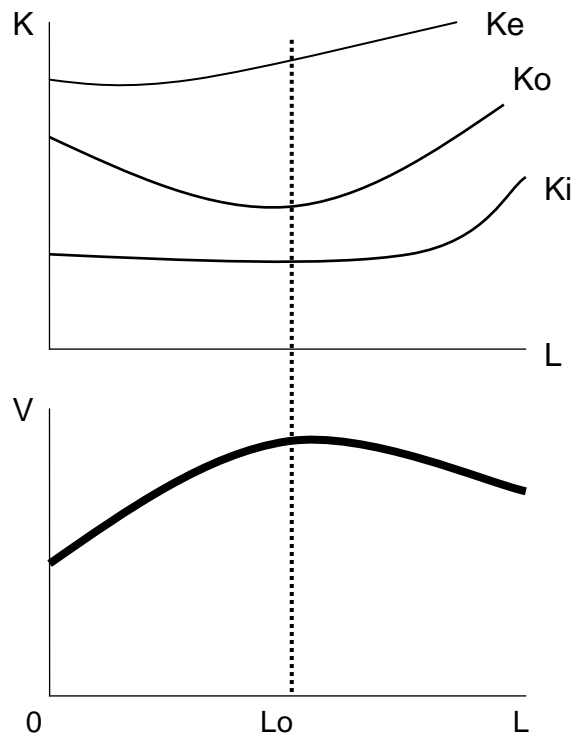
Rivera Godoy (2002) aporta que resulta factible obtener una estructura financiera óptima a través de un uso “moderado” del apalancamiento financiero, ya que al resultar una fuente de recursos “más barata”, sería posible minimizar el coste de capital y maximizar el valor de la empresa.

Por tanto, al igual que la posición RE, las empresas que optan por intensificar el uso de la deuda y beneficiarse de sus ventajas, contienen una serie de características:

- $K_e$  aumenta con el endeudamiento, ya que aumenta el riesgo financiero y por lo tanto el riesgo para el accionista.
- $K_i$  permanece constante con el endeudamiento, pero a partir de ciertos niveles podría incrementarse (posición RN y RE).
- $K_o$  es decreciente pero a partir de un determinado grado de endeudamiento se vuelve creciente.

El valor del endeudamiento ( $L$ ) que logra minimizar el coste de capital ( $K_o$ ) y maximizar el valor de la empresa, vendrá expresado por  $L_o$ .

Tal nivel de endeudamiento marca el punto de inflexión y es el que determina la EFO. A continuación se puede observar gráficamente en la siguiente ilustración:

**Figura 7. Tesis Tradicional**

13

Determinar ese determinado nivel resulta bastante complicado para los directivos financieros, los cuales deben de tener en cuenta diversas circunstancias tales como el sector de la actividad económica de la empresa, su tamaño, la política financiera, la coyuntura económica, etc.

Los aportes teóricos aportados a dicha tesis proceden de autores reconocidos como Graham y Dood (1940), Guthman y Dougall (1955), Schwartz (1959) y Durand (1952)<sup>14</sup>. Tales autores propusieron que ante mercados de capitales perfectos, en los cuales se permitiese prestar y pedir prestado a un tipo de interés libre de mercado, considerando inexistentes los impuestos y los costes de quiebra, el valor de una empresa endeudada sería el mismo que el de una empresa no endeudada. Cierta es la gran relevancia del trabajo pionero de Durand (1952). Este trabajo sirvió para extender la idea de que un uso moderado de la deuda aumenta el valor de la empresa y disminuye el coste de capital medio ponderado. De modo que si aumenta el nivel de deuda, la empresa incrementa el riesgo de insolvencia y como consecuencia, tanto acreedores como accionistas requerirán un mayor rendimiento provocando un

<sup>13</sup> Elaboración propia a partir de (Suárez, 2005)

<sup>14</sup> Citados por Rivera (2002)



decremento en el valor de la empresa y un incremento del coste de capital medio ponderado.

Para finalizar con este epígrafe, cabe destacar otro enfoque distinto al de Durand (1952). Así Schwartz (1959) demostró la existencia de una estructura financiera óptima, la cual admite que es difícil de alcanzar en la práctica y la pone en manos del director financiero ya que dependerá de su habilidad y talento para conseguirla. Años después E. Han Kim (1974) a través del “Capital Asset Pricing Model” (CAPM), expuso que cuando el mercado de capitales es perfecto, y si al impuesto de sociedades se le añaden los costes de insolvencia, en la compañía se halla un EFO.

#### 4.2.4 Tesis Modigliani y Miller

El mejor punto de partida para el estudio de la estructura financiera y su influencia sobre el valor de la empresa lo establece el trabajo de Modigliani y Miller (1958). Para el análisis consideran necesario la introducción de distintas imperfecciones del mercado de capitales que afectan al comportamiento financiero de las empresas. Las denominadas “imperfecciones” hacen referencia al efecto provocado por la existencia de impuestos, costes de insolvencia financiera, costes de agencia y asimetrías de información.

Modigliani y Miller sostienen que si los mercados de capitales fueran perfectos, la estructura de capital no afectaría al valor de la empresa, de modo que sería intrascendente el nivel de endeudamiento asumido por la empresa. Cabe resaltar que la consideración de mercados de capitales perfectos no es un supuesto realista.

Un paso previo al desarrollo de las proposiciones <sup>15</sup> expuestas por Modigliani y Miller consiste en el desarrollo de los supuestos o hipótesis sobre los que se asienta su tesis. Los supuestos son los siguientes:

- El mercado de capitales es perfecto.
- No existen impuestos (IRPF, IS), costes de transacción ni costes de insolvencia.
- Los inversores prefieren una mayor riqueza, siendo indiferente su medio de obtención, bien mediante un incremento de los dividendos o del precio de las acciones.
- Empresas e individuos podrán endeudarse a un mismo tipo de interés ( $k_i$ ), el cual coincide con el tipo de interés sin riesgo del mercado.

---

<sup>15</sup> Para la elaboración de este epígrafe se ha utilizado el manual de Pintado (2012).

- Las empresas podrán agruparse en “clases” de riesgo equivalente.

El trabajo de M&M<sup>16</sup> se resume en tres proposiciones sobre la valoración de títulos (acciones), de las cuales la proposición II y la III son una consecuencia de la proposición I. A continuación se desarrollarán los puntos más relevantes de cada proposición.

### **Proposición I**

El valor de mercado de cualquier empresa y su coste de capital son independientes de su estructura financiera, es decir, la política de endeudamiento que lleva a cabo la empresa no tiene ningún efecto sobre los accionistas. Se obtiene actualizando sus rentas de explotación esperadas a una tasa  $K_0$  adaptada a su clase de riesgo económico.

$$V = S + D = \frac{BAIT}{K_0}$$

La idea principal que recoge esta proposición consiste en que el coste de capital no depende del nivel de endeudamiento, ya que no cambia si se modifica la estructura de capital. Por consiguiente, dos empresas que tan solo se diferencian en su estructura de capital, poseen el mismo valor. De lo contrario, se originarían operaciones de arbitraje, las cuales posibilitarían beneficiarse de valoraciones incorrectas. Tal operación de arbitraje continuará en funcionamiento hasta que se recupere el equilibrio, provocando que el precio de las acciones que se encuentran sobrevaloradas caiga y el de las infravaloradas se incremente. El proceso de arbitraje se puede observar a continuación:

---

<sup>16</sup> Modigliani y Miller (1958)

**Figura 8. Proceso de arbitraje en la proposición I de MM<sup>17</sup>**

| Valor de la empresa (u) y (1) | Rendimiento del inversor en la empresa (u) y (1) | Coste de la inversión del accionista en la empresa (u) y (1) | Actuaciones de arbitraje por los accionistas  |
|-------------------------------|--|--|---|
| $V_1 = V_u$                   | $Y_1 = V_u$                                      | $C_1 = C_u$  | Situación de equilibrio ideal donde no hay lugar para operaciones de arbitraje  |
| $V_1 > V_u$                   | $Y_1 < V_u$                                      | $C_1 = C_u$  | Los propietarios de las acciones de (1) las venden y compran de las acciones de (u); así el precio de las acciones de (u) suben y las de (1) bajan, hasta que $V_1 = V_u$ |
| $V_1 < V_u$                   | $Y_1 > V_u$                                      | $C_1 < C_u$  | Los propietarios de las acciones de (u) las venden y compran de las acciones de (1); así, el precio de las acciones de (1) y las de (u) baja, hasta que $V_1 = V_u$       |

Como nota final, cabe señalar que tal proposición no considera una EFO, ya que la estructura financiera no afecta al valor de la empresa. La decisión de financiación es intrascendente.

### Proposición II

Expone que el coste de capital propio o rentabilidad exigida por los accionistas ( $k_e$ ) es función lineal del nivel de endeudamiento, de manera que aumenta con el endeudamiento. Debido a que los accionistas relacionan más riesgo a un mayor endeudamiento de la compañía, exigirán una mayor rentabilidad de su inversión en la misma conforme aumente el endeudamiento. Por lo tanto nos indica que el coste de las deudas no depende del grado de endeudamiento, pero si el coste del capital propio, el cual será igual al coste de capital de un conjunto de empresas libre de riesgo financiero, junto con una prima de riesgo en función del grado de apalancamiento. Tal función viene expresada de la siguiente forma:

<sup>17</sup> Elaboración propia a partir de (Rivera J, 1998)

$$K_e = k_o + (k_o - k_i) \frac{D}{S}, \text{ donde } D/S \text{ es } L.$$

Sin embargo, deja de serlo cuando  $K_i$  aumente por la presión ejercida por los prestamistas ante un incremento de la deuda; por lo tanto  $K_e$  reducirá su crecimiento.

Se trata de una proposición próxima a la postura RE, ya que a mayor endeudamiento mayor será el riesgo que se transfiera de accionistas a acreedores.

Como conclusión, reiteramos que el nivel de endeudamiento es indiferente en mercados de capitales perfectos. Además ninguna estructura financiera se considera mejor o peor que otra, se trata de una cuestión intrascendente en estos mercados. Finalmente el valor de la empresa dependerá tanto de sus activos reales como de su capacidad para producir flujos de fondos, pero no vendrá determinado por la vía en la que se financien sus activos.

### **Proposición III**

Aporta que la compañía debe de llevar a cabo una inversión cuando la tasa de retorno sea al menos igual al coste de capital medio ponderado ( $K_o$ ), es decir, la tasa debe ser al menos igual a la tasa de capitalización que el mercado aplica a empresas sin apalancamiento y con una misma clase de riesgo. Además la tasa de retorno debe de ser totalmente independiente de la forma en que se financie la empresa, es decir, de la mezcla financiera.

#### **4.2.5 Principales críticas a la tesis tradicional y a la tesis de irrelevancia de MM**

Tanto la tesis tradicional, como la tesis de MM (1958), han sido criticadas por varios autores; en lo referente a la tesis tradicional, se critica que sus hipótesis han dependido en gran medida de la certeza del nivel y de la variabilidad del resultado de explotación ( $\dot{x}$ ), así como de la estructura de las tasas de intereses en los mercados financieros.

Además se le atribuye la incapacidad de encontrar una EFO o un concreto valor máximo para la empresa.

En cuanto a la tesis de MM (1958), se critica por una parte que sus hipótesis se basan en los procesos de arbitraje dentro de los mercados financieros, con la que se asegura la validez de la su tesis.

A ello se le suma el riesgo que se pueda percibir del endeudamiento, siendo distinto para un individuo y para una empresa, ya que las garantías y las responsabilidades difieren en una u otra posición.

Finalmente no considera las posibilidades de quiebra de una compañía, ni los costes directos e indirectos, incorporados en las teorías más modernas.

Hasta el momento se había partido de la premisa de mercados perfectos, en los cuales las imperfecciones eran inexistentes. Tales imperfecciones se han ido incorporando, las cuales citamos a continuación:

- Costes de agencia (Teoría de la Agencia)
- IRPF (Miller ,1977).
- IS (MM, 1963; Teoría del *Trade Off*)
- Costes de dificultades financieras ( Teoria del *Trade-Off*)
- Información asimétrica (Teoria del *Pecking Order*)

Resaltar que MM, consideraron que su primera proposición (1958) debía de ser modificada, incorporando tales imperfecciones en su siguiente propuesta (1963). Ambos autores fueron los primeros en tener en cuenta el efecto de los impuestos en la estructura de capital de la empresa, reconsiderando así las ventajosas deducciones fiscales de la deuda que habían sido subestimadas en su postura original.

#### 4.2.6 Modigliani y Miller (1963)

Ambos autores afirman en esta versión, corrección de su primera proposición (1958), que la existencia de un ahorro fiscal derivado de la utilización de la deuda, permite la existencia de una estructura de capital óptima. Tal estructura está formada por un mayor volumen de deuda, el cual pueda ser sostenido por la empresa.

A pesar de las modificaciones continuo recibiendo críticas, varias de ellas respaldadas por sus mismos autores. A continuación se citan algunas de ellas:

- Las empresas en la realidad utilizan generalmente la deuda de forma moderada, supuesto que quita consistencia a lo propuesto.

- Se ignoran los costes de quiebra e insolvencia, derivados de asumir altos niveles de endeudamiento.
- No considera los impuestos personales.
- No facilita dónde se puede buscar cuando se necesita identificar los factores que determinan la estructura de capital.

Las empresas que obtengan beneficios pagaran la cuantía correspondiente del impuesto de sociedades, pero aquellas empresas que utilicen un mayor volumen de deuda para la consecución de ese beneficio, tendrán derecho a un mayor número de deducciones debido a que los intereses que la empresa paga por su endeudamiento se consideran un gasto fiscalmente deducible.

Como nota final, cabe señalar que dicha postura sostiene que el valor de la empresa se incrementa a medida que aumenta su nivel de deuda; siendo la estructura de capital óptima aquella que se componga en su totalidad por deuda. Con este estudio, MM rectifican su hipótesis basada en la irrelevancia de las decisiones financieras.

#### 4.2.7 El efecto conjunto del IBS y el IRPF: El Modelo de Miller (1977)

El siguiente modelo expone que la estructura financiera de la empresa además de estar afectada por el impuesto de sociedades, lo está también por el impuesto sobre la renta al cual están sujetos sus inversores por sus beneficios retenidos, ya sea en forma de renta de acciones (dividendos y ganancias de capital) o intereses. Tanto los dividendos como los intereses, poseen distintos tipos impositivos. Por un lado, los intereses son gravados por un único tipo de impuesto personal, y la renta procedente de las acciones está sometida a un doble gravamen, gravada tanto al tipo impositivo de la sociedad como al tipo del impuesto personal. Por lo tanto, la deuda tiende a ser un recurso financiero más favorecido frente a la emisión de capital debido a la deducibilidad de los intereses.

En lo referente a la EFO, ante la presencia de impuestos, vendrá determinada por aquella relación entre los recursos propios y los recursos ajenos que hagan máxima la renta total para los inversores después de impuestos.

#### 4.2.8 Trade-Off

La teoría del equilibrio estático establece un límite al endeudamiento propuesto por M&M (1963) a partir de la importancia atribuida a los costes derivados de las dificultades financieras<sup>18</sup> y los costes de agencia que reducen significativamente los beneficios fiscales derivados de la deuda. Partiendo de que los costes de dificultades financieras limitan en parte el endeudamiento, cabe señalar que estos pueden ser de dos tipos: directos<sup>19</sup> o indirectos<sup>20</sup>. Shapiro (1991) señala que las dificultades financieras se refieren ante todo a cualquier debilitamiento que tenga la empresa, básicamente en lo que se refiere al incumplimiento con el compromiso de la deuda.

Este modelo expone que la empresa puede alcanzar un nivel óptimo de endeudamiento o una estructura de capital óptima, incrementando el nivel de endeudamiento hasta lograr que los ahorros fiscales sean compensados por los costes anteriormente citados.

En cuanto la empresa vaya aumentando el uso de la deuda, se incrementaran los beneficios derivados de la deducibilidad de los intereses de la deuda, pero también aumentaran las obligaciones de pago, y junto a ello las dificultades financieras. Por otro lado, tanto un aumento como una disminución de la deuda pueden producir costes de agencia<sup>21</sup>. Mackie-Mason (1990) en sus estudios empíricos fundamentan que aquellas empresas que tienen mayor probabilidad de quiebra, no deberían de llegar al límite de utilización de deuda para su financiación.

En este punto se abordan los respectivos efectos a tener en cuenta por esta teoría en función del tamaño de la empresa. Las empresas de menor tamaño, están sometidas a unas tasas impositivas menores y por consiguiente menores beneficios derivados de la deducción, y por ello, su endeudamiento óptimo es menor que el de las grandes empresas. Además a estas empresas pequeñas, se les asocia una mayor probabilidad de quiebra, la cual lleva consigo un incremento de sus costes derivados de dificultades financieras. Otra de las características a considerar son los conflictos entre directivos y accionistas, los cuales tienden a ser mayores debido las conductas

---

<sup>18</sup> También llamados costes de quiebra

<sup>19</sup> Costes directos de insolvencia: costes administrativos que origina el proceso de liquidación (tasas judiciales, honorarios de abogados, auditores...).

<sup>20</sup> Costes indirectos de insolvencia: cuando la empresa ha iniciado su liquidación y tal situación provoca una pérdida de valor para sus activos.

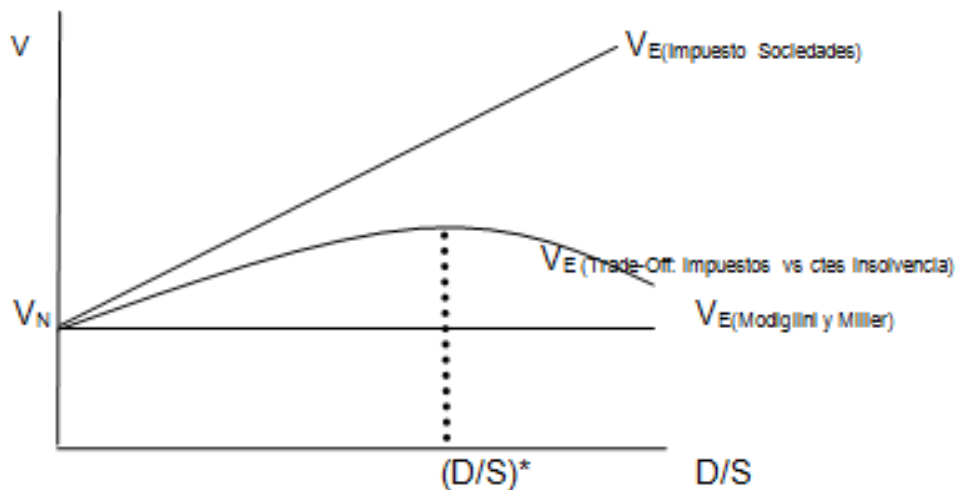
<sup>21</sup> Derivados de las relaciones entre accionistas, directivos y acreedores.

oportunistas derivadas de la naturaleza de la empresa y la mayor flexibilidad de las mismas para los cambios. Esto les atribuye unos costes de agencia mayores, contribuyendo así a un nivel óptimo de endeudamiento menor que el de las empresas de mayor tamaño.

En resumen, la teoría del Trade-Off fundamenta la existencia de una combinación de deuda y capital óptima, la cual maximiza el valor de la empresa. Óptimo que se consigue una vez que se equilibren los beneficios y los costes de la deuda.

En la siguiente figura, en el contexto de mercados perfectos, propugnado por M&M, la estructura de capital ( $D/S$ ) es irrelevante, no afecta al valor de la empresa ( $V$ ). Si incorporamos al modelo la existencia del impuesto de sociedades, cuanto mayor fuera el nivel de endeudamiento mayor sería el valor de la empresa, debido a la deducibilidad fiscal de los gastos financieros. Si además de considerar el impuesto de sociedades, consideramos los costes de insolvencia financiera que origina la deuda, entonces el nivel de endeudamiento óptimo ( $D/S$ )<sup>22</sup>, será aquel que equilibre la ventaja fiscal y los costes de insolvencia.

**Figura 9. Estructura de capital óptima según Teoría Trade-Off.<sup>23</sup>**



<sup>22</sup> Aquel que maximiza el valor de la empresa

<sup>23</sup> Elaboración propia a partir de (Pintado, 2012)



#### 4.2.9 Teoría del Orden Jerárquico

Según esta teoría, también conocida como *pecking order*, la empresa no tiene ninguna estructura de capital óptima ha alcanzar. Por lo tanto la estructura de capital dependerá de la información disponible que tenga la empresa sobre las oportunidades de inversión y de los beneficios obtenidos por la empresa.

Debido a que los inversores externos poseen menos información sobre las expectativas, riesgos y valor de la empresa que los directivos, con el fin de reducir los efectos negativos provocados por las asimetrías informativas, los directivos establecen un orden de preferencia entre las fuentes de financiación. Primero se decanta por la financiación interna, en caso de no ser suficiente recurriría a la financiación externa, destacando como segunda opción la emisión de deuda frente a la emisión de acciones tal y como expone Baskin (1989).

La razón por la cual los directivos prefieren como primera opción los beneficios retenidos, reside en la menor influencia que ejerce la asimetría informativa en los mismos además de carecer de coste explícito. No obstante, la empresa preferirá la emisión de acciones frente a la deuda en caso de incurrir en una probabilidad alta y real de insolvencia financiera como consecuencia de un aumento en el nivel de endeudamiento.

Myers y Majluf (1984) exponen que la estructura financiera tiene como objeto reducir las ineficiencias en las decisiones de inversión ocasionadas por las asimetrías informativas.

La teoría de la ordenación jerárquica tiene una serie de implicaciones, de las cuales las de mayor relevancia se citaran a continuación:

- Las empresas más rentables utilizan en menor medida el endeudamiento, debido a que generan una cantidad considerable de recursos financieros (beneficios).
- Preferencia por la emisión de títulos de deuda más seguros. Tales títulos proporcionan menores problemas de información asimétrica entre empresa y mercado.
- No hay una cantidad objetivo de endeudamiento. La empresa decide su ratio de apalancamiento en base a sus necesidades financieras. Además el nivel de endeudamiento estará relacionado negativamente.

Como nota final, cabe resaltar que la existencia de asimetría informativa es mayor en aquellas empresas de menor dimensión. Motivo por el cual esta teoría esta

considerada entre las más apropiadas para explicar el comportamiento financiero de las empresas de reducida dimensión, de menor edad y por consiguiente, de menor trayectoria empresarial.

## 5. El sector conservero

### 5.1 Características de las empresas conserveras.

La industria conservera de pescados y mariscos tiene una gran tradición y dimensión socio-económica en España, tanto por su importancia como por el número de industrias afines y auxiliares cuya actividad se desarrolla en torno a este sector.

Se trata de un sector con un exceso de capacidad productiva y una reducida dimensión empresarial. Tradicionalmente estaba integrado por un gran número de pequeñas empresas familiares, en parte debido a la composición territorial. La mayor parte de ellas van desapareciendo, quedando tan solo las imprescindibles.

Por otra parte existe un mayor número de PYMES<sup>24</sup> que pueden llegar a tener cincuenta trabajadores cada una. Sin embargo, existe una concentración de la producción en pocas manos, una especie de monopolio compartido por algunas empresas que marcan el camino y dominan el mercado.

Es por ello por lo que el sector se ha enfrentado y superado en los últimos años un proceso de reestructuración en el que las firmas familiares tradicionales, mayoritarias en el sector, desaparecen en un proceso de fusiones y adquisiciones que supuso el cierre de más de una factoría y llevo consigo ajustes en las plantillas de las empresas.

---

<sup>24</sup> «Las microempresas y las pequeñas y medianas empresas (PYME) son el motor de la economía europea. Constituyen una fuente fundamental de puestos de trabajo, generan espíritu empresarial e innovación en la UE y, por ello, son vitales para promover la competitividad y el empleo. La nueva definición de PYME, que entró en vigor el 1 de enero de 2005, representa un gran paso hacia la consecución de un mejor entorno económico para las PYME y se propone fomentar el espíritu empresarial, las inversiones y el crecimiento». Günter Verheugen

Prueba de todo ello es que el perfil empresarial de esta rama industrial está constituido en un 3% por industrias que cuentan con más de 200 empleados, por lo que el 97% son pequeñas y medianas empresas<sup>25</sup>.

Sigue siendo un sector estratégico dada su importante dimensión social en cuanto empleo que genera. La industria española representa el 19% del valor total de facturación de la UE y el 18% del empleo, siendo el primer importador y productor de la UE y segundo exportador. En concreto Galicia representa el 65% del valor total de la producción y el 41% del empleo, cifras<sup>26</sup> que constatan la magnitud e importancia socio-económica que la conservera tiene para Galicia.

España se sitúa como líder de la producción de conservas de pescados y mariscos de la UE, ocupando un segundo lugar a nivel mundial con un 14% de la producción, tras Tailandia. Esto se debe a la proximidad que tienen los competidores asiáticos a los caladeros mundiales de recursos pesqueros tan importantes como el atún. Pese a ello, España mantiene su gran éxito gracias a la gran apuesta que hacen en I+D+i, necesaria para mantener la rentabilidad del sector, y al desarrollo de su estrategia de comercialización e implantación en mercados foráneos.

Ante la crisis, la industria se ha visto menos afectada que otras al estar englobada en el ámbito de la industria alimentaria.

## 5.2 Comparación entre las empresas conserveras en España y en Galicia.

Según datos del 2012<sup>27</sup> en España había 147 empresas operativas, cuyo valor de la producción ha sido de 1.484 millones de euros. En concreto, 65 se encuentran en Galicia con un volumen de negocio cerca de 1252 millones de euros, lo que supone un 84% del total. La producción ha sufrido un descenso de un 3,1% con un incremento de su valor de un 5,6% con respecto al año anterior.

En lo que respecta a la dimensión empresarial, surge una clara tendencia a la concentración tanto de las empresas como de la actividad comercializadora. Actualmente decrecen en número y, en cambio, el número de productos que se

---

<sup>25</sup> Datos incluidos en el Informe Internacionalización del Sector Agroalimentario, MAGRAMA (2013).

<sup>26</sup> Aportadas por el Jefe de Relaciones Internacionales e Institucionales del Consejo del Medio Rural y del Mar, Conferencia Mundial de Conservas de Pescados y Mariscos (2012).

<sup>27</sup> Datos incorporados en la Guía RSE para el Sector Conservero de Pescados y Mariscos, Xunta de Galicia (2014). También en ANFACO-CECOPECA (2011).

introducen en el mercado aumenta. Tal tendencia se puede verificar en los siguientes porcentajes publicados en la Conferencia Mundial de Conservas de Pescados y Mariscos en el 2012: las empresas pequeñas y medianas representan el 90% del conjunto del sector en Galicia; el 10% restante representa a las grandes empresas las cuales concentran más del 70% del empleo, de la facturación y de la generación de beneficios.

En lo referente al empleo, el sector conservero de productos de pesca y de la acuicultura emplea en Galicia cerca de 12.000 trabajadores directos, lo que supone aproximadamente el 78% de todos los empleos generados por el sector a nivel nacional. Cabe destacar el alto predominio de la mano de obra femenina, representando el 79%<sup>28</sup>.

Además hay una alta tasa de estabilidad laboral ya que el 72% de los trabajadores cuentan con un trabajo fijo. Cierta es la gran relevancia de la industria conservera ya que crea un importante número de empleos y en un número considerable de casos se convierte en el motor principal de determinadas zonas del litoral gallego. Como consecuencia, ejerce un efecto multiplicador de las economías de las localidades donde se sitúa esta actividad que supone en la actualidad cerca del 3% del PIB gallego. Si nos centramos en las provincias gallegas, son A Coruña y Pontevedra las que realizan casi la totalidad de las exportaciones gallegas de productos pesqueros.

En lo que se refiere a las exportaciones<sup>29</sup> totales, han disminuido en 2012 en un 5,80% sufriendo su valor un ligero incremento del 0,60%.

### 5.3 Financiación de las conserveras en España y en Galicia.

Cierta es la gran relevancia que tiene el sector conservero, derivada de la alta competitividad y destacada presencia en muchos de los mercados internacionales. Además dicho sector lleva integrada una elevada capacidad de producción y por consiguiente, se sitúa como pionero en la puesta a disposición del consumidor de productos innovadores.

La competitividad de las empresas depende cada vez más de su potencial tecnológico, así como de los procesos de difusión de innovaciones en todo el sector

---

<sup>28</sup> Cifras aportadas en la Conferencia Mundial de las Conservas de Pescados y Mariscos (2012).

<sup>29</sup> Porcentajes publicados en la Revista de Industria Conservera, marzo/abril 2013.

industrial, de la transferencia de tecnología o de las metodologías utilizadas en la producción industrial (Barceló, 1994).

La principal apuesta del sector es el I+D+i, se trata de una garantía de futuro para afrontar la competitividad propia de la industria y así, poder diferenciarse y mejorar los procesos de fabricación frente a la competencia. Por todo ello, la necesidad de fondos es patente y con ella la colaboración de organismos para prestar servicios que den soporte tecnológico a las empresas. Con ayudas y subvenciones, será más fácil aportar nuevas soluciones de mejora y por supuesto, anticiparse a las necesidades del mercado. A continuación se presentan algunos fondos reconocidos a nivel Europeo y nacional, cuya finalidad es financiar la modernización y la internacionalización entre otros objetivos. Se presentan programas vigentes tanto para el periodo determinado para el estudio (2009-2012) como los disponibles para la actualidad y con vistas al futuro:

Fondo Europeo Marítimo y de Pesca (FEMP)<sup>30</sup>: nuevo fondo de las políticas marítima y pesquera de la UE para el periodo 2014-2020. Cabe destacar alguno de los principios en los que se basa el fondo: ayudar a las comunidades costeras a diversificar sus economías; financiar proyectos para crear empleo y mejorar la calidad de vida en las costas europeas; facilitar el acceso a la financiación. Por todo ello se pretende financiar la modernización, mejorar la competitividad de las pymes dedicadas a la transformación y por último, apoyar la internacionalización.

Horizonte 2020: programa que financia proyectos de investigación e innovación de distintas áreas temáticas en el contexto europeo, contando con aproximadamente 80 millones de euros para el periodo 2014-2020.

Fondo de apoyo a la diversificación del sector pesquero y acuícola: fondo dotado con cargo a los Presupuestos del Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente. Tiene por objeto prestar apoyo financiero a iniciativas empresariales de diversificación de la actividad pesquera y acuícola que supongan una mejora en su desarrollo tecnológico. El destino de la financiación será a inversiones en equipos productivos, instalaciones productivas específicas y activación de gastos de desarrollo tecnológico de I+D+i. La convocatoria actual cuenta con una dotación de 4 millones de euros.

Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial: organismo que lleva más de 35 años apoyando la I+D+i empresarial, la modernización tecnológica y la

---

<sup>30</sup>Ha sustituido al Fondo Europeo de la Pesca (FEP) que estuvo vigente durante el 2007-2013. Galicia era la mayor CCAA beneficiada por este fondo.

internacionalización. En cuanto a cifras, dentro del sector agroalimentario, el subsector pesca, acuicultura e industrias de transformación en el periodo 2008-2012 recibió una aportación del organismo de 24.554.256 € para un total de 53 empresas.

## 5.4 Problemática que afecta a la industria conservera española.

En este punto cabe exponer cuales son los principales problemas que amenazan el liderazgo del sector conservero tanto en Europa como en el mundo.

Principalmente la competencia desleal de los países asiáticos. El abastecimiento de la materia prima es un aspecto que ha adquirido gran valor estratégico y que cada día adquiere mayor importancia para asegurar el futuro del sector.

El problema surge de la dificultad que tiene esta industria para competir en el marco que está generando la política comercial y de los mercados de productos de pesca y de la acuicultura de la UE. Tal problemática se concreta en acuerdos preferenciales con terceros países que favorecen la entrada de los productos transformados de terceros países competidores de la industria comunitaria al propio mercado de la UE.

Por todo ello se demanda desde la industria de la UE que todos los operadores compitan bajo las mismas reglas del juego tanto a nivel social, económico y medioambiental.

Se suma la fuerte dependencia de las importaciones de materia prima. Más del 46% de las importaciones<sup>31</sup> proceden de países americanos.

Por último, la fuerte ofensiva de grandes grupos de distribución que potencian las marcas blancas. Pese a la extensión y aparente variedad que presenta el lineal conservero, en cuanto a productos y marcas se refiere, lo cierto es que apenas una decena de compañías copan este espacio, con una cuota visual superior al 54,1%<sup>32</sup>.

La Revista Alimarket publica que resulta muy relevante la presencia de marcas blancas en algunas cadenas como Mercadona, donde el 75% de las carátulas visibles en el lineal corresponden a productos con la enseña "Hacendado", llegando a representar el 100% en productos como calamares o caballa. Menor peso aunque

---

<sup>31</sup> Porcentaje publicado por el Secretario General de ANFACO-CECOPECA, II Congreso Nacional Marítimo (2014).

<sup>32</sup> Dato publicado en la Revista Alimarket (2014). En la cabeza se sitúa un año más Garavilla, con cinco enseñas a la vista y presencia destacada en todas las grandes categorías (atún, mejillones, sardinas y sardinillas).

también significativo tienen marcas como Consum, Día, Maxi o Carrefour. Frente a estas marcas Alcampo e Hipercor son las cadenas que ofrecen mayor cantidad y variedad de productos y marcas en su lineal, destinando además un menor porcentaje de la muestra a sus propias enseñas, concretamente un 25%.

Finalmente en este punto hemos analizado los problemas más acuciantes a nivel europeo y nacional. Las soluciones siempre nos llevan a crear, innovar y mejorar la competitividad. Una de ellas es asegurar el abastecimiento potenciando nuestros propios recursos y materias primas.

## 5.5 Consideración de las conserveras en las teorías modernas sobre la estructura de capital

Teniendo en cuenta que el tejido empresarial conservero está formado en su mayoría por PYMES, en este apartado se expondrá como era la situación precrisis para las mismas y como la crisis casi de la noche a la mañana ha provocado que se pase de un mundo en el que la financiación era barata y masiva, a otro en el que la fuerte disminución de la actividad económica y el endeudamiento pone en punto de mira la supervivencia de este tipo de empresas. Finalmente se verá si las teorías modernas son complementarias para explicar la estructura de capital de las empresas conserveras.

En el periodo previo a la crisis destaca el entorno económico favorable en el cual las primas de riesgo que se estaban aplicando a las operaciones crediticias eran muy reducidas y no estaban acordes al riesgo asumido. Hay dos razones que justifican esta situación las cuales merecen ser destacadas: las políticas comerciales de las entidades financieras basaban el incremento de los beneficios en un alto crecimiento de la inversión, lo cual desembocaba en una alta competencia por precio en tales operaciones y una relajación en el análisis del riesgo; altísima liquidez en los mercados que permitía mantener la fuerte inversión con financiación en los mercados. Cabe destacar que en este período estuvo acompañado de unos bajos niveles de inflación y de tipos de interés junto con un incremento de los activos (bonos, acciones, inmuebles...). Esta serie de factores animaron el crecimiento del crédito entre el 2000-2007 desembocando en un fortísimo endeudamiento insostenible en el largo plazo. En la UEM<sup>33</sup> el endeudamiento sobre el PIB<sup>34</sup> crece el 54% en los 10 años previos a la

---

<sup>33</sup> Unión Económica Monetaria

<sup>34</sup> Producto Interior Bruto



crisis, pero la situación en España era insostenible: un incremento del 160% sobre el PIB, hasta alcanzar un endeudamiento de 112% del PIB nacional.<sup>35</sup>

El acceso al crédito es fundamental para el crecimiento económico sostenible y desarrollo social tanto para las micro, pequeñas y medianas empresas. Pero la realidad es que las Pymes tienen que hacer frente a problemas de financiación más serios que las grandes empresas porque su visibilidad es más reducida, es decir, no emiten valores negociables que coticen en mercados regulados y por lo tanto los analistas no suelen emitir ningún tipo de valoración sobre estas empresas.<sup>36</sup> Como consecuencia de los menores recursos disponibles para entrar en mercados fuera de su entorno y su menor solvencia, arrastran una mayor dependencia a la financiación bancaria. Además las PYMES, en comparación con las grandes empresas, están más condicionadas por los motivos que vamos a citar a continuación:<sup>37</sup>

- El tamaño condiciona el poder de negociación con las entidades financieras, cuanto menor sea mucho menor poder negociador.
- Se da una excesiva dependencia del crédito bancario, sobre todo a corto plazo.
- La carencia del personal especializado y del tiempo necesario para formación.
- Al tener los bancos menor capacidad, recortan el crédito, y lo recortan en primer lugar a las empresas de menor tamaño, pues su menor dimensión y mayor debilidad hace que tengan más posibilidades de quiebra.

Las Pymes representan más del 90% de la malla productiva española y aglutinan alrededor del 80% del empleo, presentando una dependencia de 80% de financiación bancaria frente a países como Estados Unidos<sup>38</sup>. Al contrario que sucede en otros países europeos y muy especialmente en Estados Unidos, en España las empresas tienen dificultades para acudir a inversores privados fuera del sector bancario.

A continuación ofrecemos una tabla en la que se muestran las principales fuentes de financiación a las que acuden o pueden acudir los empresarios conserveros tanto en España como en Galicia diferenciando entre las dos grandes posibilidades:

---

<sup>35</sup> Información obtenida en la Revista mensual de bolsas y mercados españoles (2010)

<sup>36</sup> Banco Central Europeo (2007)

<sup>37</sup> (Vázquez Torres, et al. 2010).

<sup>38</sup> EEUU acredita porcentajes del 30% y Alemania un 65%.

**Figura 10. Fuentes de Financiación<sup>39</sup>**

|                                |                     |   |
|--------------------------------|---------------------|---|
| <b>FUENTES DE FINANCIACIÓN</b> | <b>BANCARIAS</b>    | <ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Factoring</i></li> <li>• Préstamos y créditos a largo plazo: como son los préstamos personales o los préstamos hipotecarios</li> <li>• Préstamos y créditos bancarios a corto plazo</li> <li>• Letras</li> <li>• Leasing</li> <li>• Renting</li> <li>• Sociedad Capital-Riesgo</li> </ul>   |
|                                | <b>NO BANCARIAS</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Family, friends and fool</i> (Financiación rápida)</li> <li>• <i>Bussines Angel</i> que tienen la posibilidad de aportar su “<i>Know-How</i>” y “<i>Networking</i>” porque conocen a distintos profesionales del sector</li> <li>• <i>Venture Capital</i></li> <li>• <i>Crowdfunding</i> que permite encontrar la financiación que necesitas a través de Internet</li> <li>• MAB (Mercado Alternativo Bursátil)</li> <li>• Fondos de Inversión</li> <li>• Emisión de Obligaciones</li> <li>• Créditos comerciales y de proveedores</li> </ul> |

Como podemos comprobar las fuentes de recursos financieros a las que puede acudir cualquier emprendedor en España, ofrecen un amplio abanico de posibilidades para financiar un proyecto.

Se puede decir que tenemos uno de los sistemas más desarrollados y competitivos de toda Europa, por lo tanto, nos preguntamos cual es el motivo de que no se concedan préstamos.

La encuesta sobre el acceso de las Pymes a la financiación ajena en el cuarto trimestre del 2012, realizada a 1.429.707 empresas por la Cámara de Comercio, revela que: el 24% de las PYMES españolas ha intentado acceder a financiación externa; del total de PYMES un 68% obtuvo finalmente financiación.

Los principales problemas al acceder a la financiación se derivan del endurecimiento de las condiciones de crédito tales como: reducción del volumen de financiación; aumento del tipo de interés;encarecimiento de los gastos y comisiones; aumento de exigencias de garantías y avales entre otros. Prueba de ello es que la proporción de solicitudes rechazadas representa una cuarta parte del total de PYMES

<sup>39</sup> Fundación UNIR, Universidad Internacional de la Rioja “Fuentes de financiación” y UAM “Fuentes de financiación de la empresa”.

solicitantes (26%). El principal motivo de la denegación del crédito por parte de las entidades financieras es la insuficiencia de garantías.

Finalmente, de cara el futuro las entidades financieras serán más generosas en la remuneración de los depósitos por razones de equilibrio en la estructura de su balance en cuanto a la reducción de la dependencia de los mercados mayoristas. Lo cual supone que los ahorradores no van a continuar subvencionando a los inversores tal y como sucedió antes de la crisis. En lo referente a las Pymes, para el cálculo de la PD<sup>40</sup> se tendrán en cuenta tanto variables cuantitativas (balances y demás datos contables) como variables cualitativas (capacidades de gestión, potencial y futuro del negocio...). Esto nos conduce a definir un nuevo comportamiento de la Pyme con su entidad financiera, un sentimiento de socio hacia la entidad financiera.<sup>41</sup>

Tanto la Teoría del *Trade-Off* como la Teoría del *Pecking Order*, se constituyen como las modernas teorías de la estructuración de capital, veremos que es posible concluir que ambas teorías son complementarias para explicar la estructura de capital de las empresas conserveras.

Según Maroto (1996), las imperfecciones<sup>42</sup> del mercado de capitales dan lugar al predominio de estos dos enfoques teóricos a la hora de explicar la estructura de capital de las PYMES. Hay que tener en cuenta que estas teorías modernas toman como referencia grandes empresas y de ahí que la capacidad explicativa de estas teorías se enfrente con ciertas limitaciones. Boedo y Calvo(1997) entre otros autores, consideran que las PYME tienen características distintivas, principalmente las asociadas con los métodos de endeudamiento usados.

.Ambas teorías,*Pecking order* y *Trade-Off*, describen un mismo escenario: a menor tamaño de las empresas, menor es el grado de apalancamiento financiero. Autores como Mato (1990) y Suárez (1998), en sus estudios empíricos coinciden en que el tamaño es un factor determinante del nivel de endeudamiento.

En cuanto a las empresas conserveras, pueden ser un buen ejemplo de lo que supone Myers (1984) en su teoría del "*pecking order*", pues no tienen una estructura óptima de capital y padecen algunas imperfecciones del mercado. En especial las relacionadas con la presencia de información asimétrica en las empresas de gran tamaño, ya que en estas como sabemos, los directivos tienen más información de la

---

<sup>40</sup> Probabilidad de Impago o rating asignando a cada prestatario

<sup>41</sup> Información obtenida en la Revista mensual de bolsas y mercados españoles (2010)

<sup>42</sup> Impuestos, costes de insolvencia financiera, costes de agencia y asimetrías en la información

empresa, que los accionistas y se pueden crear conflictos de intereses entre directivos y accionistas, acreedores y potenciales inversores.

Por otro lado, tal como sostiene en la Teoría de la Agencia, toda relación está fundamentada en la existencia de:

- Asimetría informativa entre el principal y agente.
- Existencia de dos tipos de problemas de agencia: Los conflictos existentes entre accionistas y directivos y los conflictos existentes entre los accionistas y los proveedores.<sup>43</sup>

En el caso de las PYMES conserveras, los problemas entre los directivos y los accionistas son insignificantes debido a que la propiedad y la gerencia de la empresa están unificadas. El principal inconveniente es que se podrían producir actuaciones oportunistas para su propio enriquecimiento. Por el contrario, Jensen y Meckling (1976) señalan que en las grandes empresas este problema se ve incrementado por la separación entre la propiedad y la gestión.

La opacidad en la información y la falta de un historial financiero son las principales causas que limitan a las pequeñas y medianas empresas el acceso a las fuentes de financiación, siendo el acceso al mercado de capitales público costoso. Sin embargo, las ventajas que se obtienen con la deducibilidad de los impuestos en la Teoría del *Trade-Off* se cumplen tanto para las PYMES conserveras como para las grandes empresas. Pero las tasas impositivas marginales de las PYMES serán menores y por consiguiente la deducibilidad de los intereses de la deuda también, tal y como exponen McConnel y Pettit (1984).

De acuerdo con esta teoría, las empresas conserveras de tamaño reducido deben de mantener bajos los niveles de deuda, financiándose con fondos propios, con ello reducirán los costes de agencia y el riesgo de quiebra. Por suerte también gozan de mayor flexibilidad y pueden cambiar de proyectos de inversión con una mayor facilidad y con ello también disminuir el riesgo de los mismos.<sup>44</sup>

Myers (1984) fundamenta que existe una preferencia<sup>45</sup> por el uso de unos recursos financieros antes que otros. Como consecuencia provoca la existencia de las asimetrías en la información y los costes de transacción. De este modo, en caso de requerir financiación externa prefieren emitir deuda y como último recurso, emiten capital.

---

<sup>43</sup> (Jensen y Meckling, 1976)

<sup>44</sup> (Myers, 1977)

<sup>45</sup> Hipótesis del orden jerárquico o "pecking order"

El estudio<sup>46</sup> concreto de la Teoría del Orden Jerárquico aplicado a las empresas conserveras pequeñas y medianas, en comparación con las grandes empresas deberían:

- Mantener el mayor medida un exceso de activos líquidos.
- Apoyarse más en la deuda a corto plazo, en concreto los créditos comerciales, préstamos hipotecarios y los contratos de leasing financiero.
- Apoyarse menos en el capital aportado por los nuevos socios y más en los recursos propios y de deuda.

Sin embargo, la financiación utilizada por este tipo de empresas parece basarse principalmente en:

- Ahorros personales
- Aportaciones de los socios existentes
- Retención de beneficios.

En caso de insuficiencia de fondos se recurrirá a la deuda a corto plazo en primer lugar y a la deuda a largo plazo después. En último lugar se encuentra la emisión de nuevas acciones u obligaciones.

Los momentos de crisis han de ser momentos de reflexión. Por ello las empresas conserveras necesitan poner en marcha mecanismos de supervivencia sostenibles a largo plazo, independientemente del ciclo económico en el que se encuentren. Resaltar el carácter exportador que tiene la industria conservera, lo cual conlleva a que las PYMES que consiguen internacionalizarse tienen más sostenibilidad por evitar el problema de ciclo de su economía doméstica. Por lo tanto las PYMES conserveras deberan: potenciar el aumento del tamaño; suscribir alianzas; promover clusters y afrontar procesos de internacionalización.<sup>47</sup>

---

<sup>46</sup> (Cosh y Hughes, 1994)

<sup>47</sup> "Financiación de las PYMES y la crisis", Fundación de Estudios Bursátiles y Financieros (2012)

## 6. Análisis empírico en la Industria Conservera Española y Gallega

El análisis teórico anteriormente expuesto ha sido conveniente y útil para tener la base necesaria para llevar a cabo el estudio analítico. En este capítulo se analizará la influencia que ejercen las diversas teorías en la estructura de capital del sector conservero tanto en España como en Galicia.

La estructura de este apartado es la siguiente: en primer lugar se establece el objetivo que se persigue con este estudio; en segundo lugar se hace referencia a los datos utilizados, imprescindibles para analizar el objeto de estudio de este trabajo; y, en tercer lugar se presentaran los resultados obtenidos a través de técnicas estadísticas y descriptivas.

### 6.1 Objetivo del estudio

El principal objetivo del presente trabajo es analizar la estructura económica y financiera del sector conservero a nivel nacional y en la región gallega. Para ello se utilizaran indicadores que nos permitan valorar la situación financiera en la industria conservera en el periodo establecido para el estudio, 2009 a 2012. Además para profundizar más, se realizará un análisis estadístico el cual nos permitirá ver si existe correlación entre la evolución de las distintas magnitudes (ventas, beneficios, empleo, etc.) entre las empresas gallegas y las del resto de España entre los años que analizamos, o si se comportan de forma independiente.

### 6.2 Recogida de datos

Primeramente, el análisis está realizado mediante la base de datos (SABI), a través de la cual hemos cogido una muestra de un total de 840.000 empresas activas encontrando un total de 261 empresas agrupadas bajo el epígrafe (1022) de la Clasificación Nacional de Actividades Económicas CNAE, correspondiente a la

Fabricación de Conservas de Pescado; de ellas 192 pertenecen a España (excluida Galicia) y el resto, un total de 69 empresas pertenecientes a Galicia.

La estrategia de búsqueda llevada a cabo ha consistido en filtrar la población industrial total utilizando los siguientes criterios que se exponen a continuación:

- Se considera que el número de empleados resulta indiferente.
- Por región/País: en este caso se cuenta con Galicia y con España, excluyendo Galicia. Se ha tomado la decisión de excluir los datos procedentes de las empresas gallegas para evitar la influencia que puedan ejercer en las medidas promedio.
- Forma Jurídica: en este aspecto se han considerado todas las formas jurídicas aunque finalmente se ha observado una absoluta tendencia hacia las Sociedades Anónimas y Sociedades Limitadas. Concretamente en España excluida Galicia, del total de 192 empresas, 48 son Sociedades Anónimas y 144 son Sociedades Limitadas. Por otro lado, en Galicia encontramos que 24 de las 69 empresas son Sociedades Anónimas y las 45 restantes son Sociedades Limitadas.
- No se han filtrado empresas que cotizan o no en bolsa. A pesar de ello se ha observado que ninguna de las empresas conserveras cotiza en bolsa.
- Se han tenido que depurar los datos suprimiendo aquellos que hacían referencia al año 2013. La causa reside en la indisposición de una mayoría de empresas para presentar las cuentas, lo cual nos incapacitó a obtener datos del 2013 en el momento de extraer la muestra. En definitiva, el presente trabajo se ha realizado con una muestra de empresas de las cuales se han obtenido datos para el periodo 2009 a 2012.
- Finalmente, la búsqueda booleana nos dio una muestra de N=261 empresas, correspondiendo a toda la industria gallega conservera 69 y al resto de España las otras 192.

El trabajo compara distintas variables. Por una parte, con Excel revisaremos sus respectivos promedios y a partir de los resultados se podrá obtener una conclusión. Además, siempre procurando que se adapte lo máximo posible a las teorías expuestas.

### 6.3 Análisis descriptivo de las variables en empresas conserveras de España sin incluir Galicia.

Tal y como se adelantó anteriormente, vamos a realizar un análisis de las principales variables a través de diversos ratios<sup>48</sup> que se utilizan para medir las mismas y así, dar mayor firmeza y profundidad a las conclusiones obtenidas de las empresas conserveras en España.

Antes de pasar a explicar a grosso modo cada una, cabe recordar que hemos tenido que depurar datos, suprimiendo aquellos que hacían referencia al año 2013 ya que no todas las empresas tenían las cuentas presentadas en el momento de extraer la muestra.

**Tabla 1. Ratios empresas conserveras de España sin incluir Galicia<sup>49</sup>**

| RATIOS             | 2009 | 2010 | 2011  | 2012 |
|--------------------|------|------|-------|------|
| ROA (%)            | 1,07 | 0,85 | 1,41  | 1,65 |
| ROE (%)            | 1,83 | 1,45 | 2,67  | 2,37 |
| ENDEUDAMIENTO      | 1,54 | 1,33 | 1,41  | 1,36 |
| CRECIMIENTO (%)    | -    | 6,78 | 11,73 | -3   |
| LIQUIDEZ           | 1,40 | 1,38 | 1,34  | 1,33 |
| LIQUIDEZ INMEDIATA | 0,09 | 0,07 | 0,08  | 0,07 |

Se ha analizado la **rentabilidad media**, medida a través de los ratios ROA<sup>50</sup> y ROE<sup>51</sup>. El primero de ellos nos indica el rendimiento que obtiene una empresa como consecuencia de sus inversiones en activos, con independencia de cómo se hayan financiado. En el periodo 2009-2012, la ROA osciló entre 0,85% en 2010 hasta su valor más alto que fue de 1,65% en 2012. Esto quiere decir que por 100 euros invertidos en activos se podría obtener un BAIT de hasta 1,65 en el 2012, ha aumentado en un 54% respecto al 2009 y por lo tanto compensa invertir en activos.

En lo referente a la **rentabilidad financiera**, en el periodo estudiado medida a través del ROE, oscila entre 1,83% y 2,37%. Mide el aprovechamiento de los fondos propios, esto es, del conjunto de fondos que invierten en la empresa sus propietarios.

<sup>48</sup> Manual publicado por la UAM, "Definiciones de masas y ratios usadas en la base de datos metaframe SABI".

<sup>49</sup> Elaboración propia a partir de la base de datos SABI

<sup>50</sup> Rentabilidad Económica

<sup>51</sup> Rentabilidad Financiera



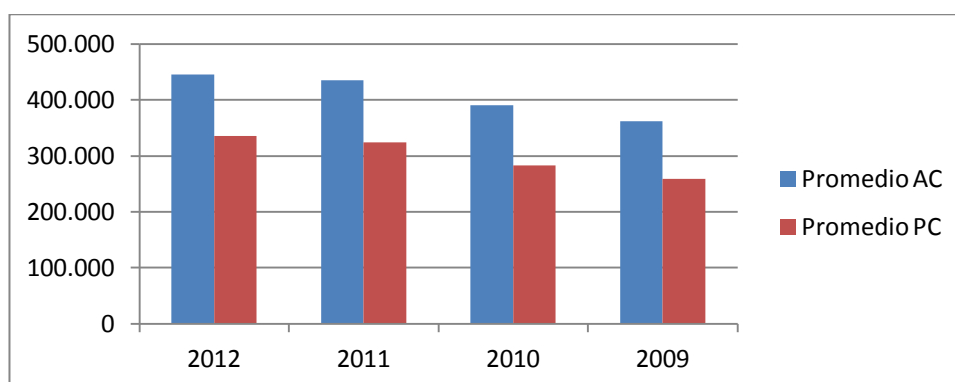
Ha aumentado aproximadamente en un 30% respecto al 2009. Además la rentabilidad económica media ha sido de 1,245% y la rentabilidad financiera media ha sido de 2,08%, por lo tanto como la  $RF > RE$ , existe un apalancamiento positivo lo cual nos indica que la rentabilidad obtenida sobre los fondos ajenos será superior a la del activo.

En cuanto al **endeudamiento general**<sup>52</sup>, se puede decir que en el periodo fue disminuyendo progresivamente, excepto en el año 2010. Realmente, cuanto menor sea el valor del ratio más autónoma será la empresa, y como se puede observar ha disminuido ya que paso de alcanzar en el 2009 un valor de 1,54 a 1,36 en el 2012. En cuanto el endeudamiento a l/p ha disminuido un 18% y el endeudamiento a c/p disminuye progresivamente, no obstante vuelve a aumentar en el 2012. Lo cual no es muy buen síntoma ya que se trata de un tipo de financiación más cara.

En lo que respecta al **crecimiento de la cifra de ventas**<sup>53</sup>, señala el aumento o disminución de la cifra de negocios respecto al año anterior. Comprobamos que en el 2011 aumentó un 11,73% respecto al 2010, sin embargo en el 2012 disminuyó un 3% respecto al 2011.

La **liquidez general**<sup>54</sup>, correspondería al ratio de solvencia ó liquidez a medio plazo. El Current Ratio (AC/PC) ofrece valores que oscilan entre 1,40 en el 2009 y el valor más bajo de una tendencia consistente a la baja experimentado en el 2012 con un valor de 1,33. En el periodo 2009-2012 el valor del ratio es  $>1$ , el activo circulante supera al pasivo circulante y por lo tanto, el activo transformado en liquidez será suficiente para atender el pago de las deudas que vengán a corto plazo. Lo comprobamos en el siguiente gráfico:

**Figura 11. Promedio AC y PC conserveras españolas**<sup>55</sup>



<sup>52</sup> Relaciona la proporción entre deudas totales, deudas a largo plazo o deudas a corto plazo, y el patrimonio neto de la empresa.

<sup>53</sup> Se obtiene a partir de  $((CV_n - CV_{n-1}) / CV_{n-1}) * 100\%$

<sup>54</sup> Capacidad potencial que tiene la empresa para pagar sus obligaciones.

<sup>55</sup> Elaboración propia.

Con respecto a la **liquidez inmediata**<sup>56</sup>, ratio de tesorería o también acid test, podemos decir que toma valores entre 0,07 en 2012 y 0,09 en el 2009 según los datos de nuestra muestra. Se trata de valores menores que la liquidez general por ser su numerador la parte más líquida del activo circulante.

## 6.4 Análisis descriptivo de las variables en empresas conserveras de Galicia.

A continuación, seguiremos con la misma metodología empleada en el apartado anterior. El objetivo principal es obtener conclusiones a través de los ratios más significativos y empleados habitualmente, los cuales nos permiten resumir la situación económico- financiera de las empresas que conforman el sector conservero en Galicia.

**Tabla 2. Ratios empresas conserveras de Galicia**<sup>57</sup>

| RATIOS             | 2009 | 2010  | 2011  | 2012  |
|--------------------|------|-------|-------|-------|
| ROA (%)            | 4,43 | 3,66  | 3,54  | 2,94  |
| ROE (%)            | 8,32 | 7,03  | 6,69  | 5,79  |
| ENDEUDAMIENTO      | 1,58 | 1,62  | 1,58  | 1,88  |
| CRECIMIENTO (%)    | -    | 10,37 | 17,27 | 13,86 |
| LIQUIDEZ           | 1,27 | 1,29  | 1,27  | 1,18  |
| LIQUIDEZ INMEDIATA | 0,05 | 0,07  | 0,05  | 0,04  |

Se ha analizado la **rentabilidad media**, medida a través de los ratios ROA y ROE. A través de la ROA nos interesa analizar lo que gana la empresa al margen de la financiación de la misma (accionistas o acreedores). En cuanto al periodo 2009-2012, como se puede comprobar la ROA osciló entre 4,43% en 2009 hasta su valor más bajo que fue de 2,94% en 2012 mostrando un descenso permanente año a año. Esto equivalente a decir que con 100 euros invertidos en activos se podría llegar a obtener un BAIT de 4,43 y 2,94, el cual ha disminuido un 34% y por lo tanto no interesa invertir en activos ya que no generan los rendimientos necesarios.

En cuanto a la **rentabilidad financiera**, medida a través de la ROE, en el periodo estudiado oscila entre el 8,32% en 2009 y el 5,79% en 2012. Ha disminuido un 30%. A pesar de ello, la rentabilidad económica media ha sido de 3,64% y la rentabilidad financiera media ha sido de 6,95%, por lo tanto como la  $RF > RE$ , existe un

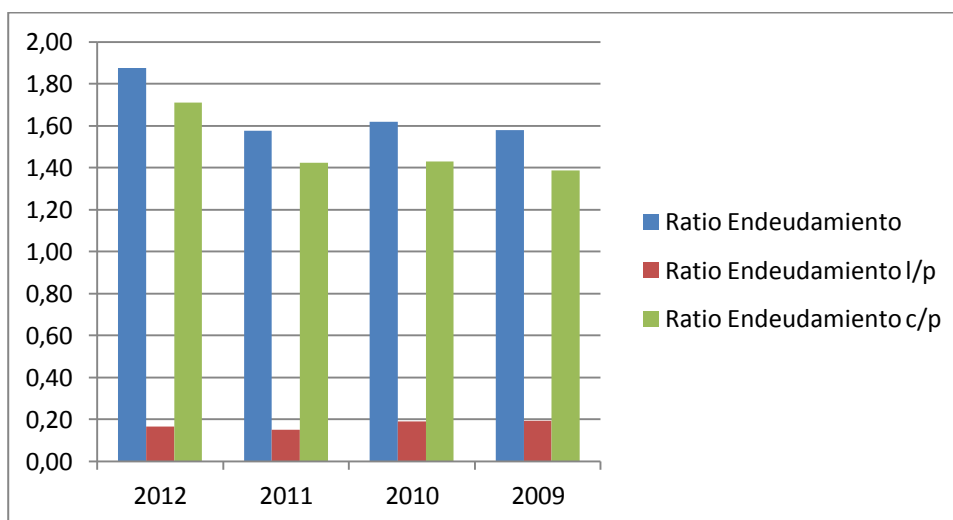
<sup>56</sup> Es la capacidad de atender a los pagos a muy corto plazo.

<sup>57</sup> Elaboración propia a partir de la base de datos SABI

apalancamiento positivo el cual nos indica que obtendrá sobre los fondos ajenos una rentabilidad superior a la del activo.

Si abordamos el **endeudamiento general**, podemos decir que en el periodo fue desde 1,58 que fue el valor alcanzado en el 2009 a 1,88 en 2012. Cabe remarcar que, cuanto menor sea el valor del ratio, más autónoma será la empresa. Sin embargo, se puede observar que ha aumentado considerablemente, concretamente, un 19% respecto al 2009. Es interesante resaltar que el endeudamiento a l/p disminuye progresivamente y el endeudamiento a c/p aumenta significativamente en un 23% respecto al 2009. Se trata de un síntoma negativo debido a que este tipo de financiación es la más cara. Por lo tanto, podemos hablar de un desplazamiento de las deudas a l/p hacia las deudas a c/p. A continuación podemos observar la evolución del endeudamiento a través de sus ratios:

**Figura 12. Evolución Ratios de Endeudamiento conserveras gallegas<sup>58</sup>**



En lo que respecta al **crecimiento de la cifra de ventas**, presenta resultados positivos durante el periodo 2009-2012. Comprobamos que en el año 2011 experimentó un crecimiento notable del 17,27% respecto al 2010. Sin embargo en el 2012 se reduce el crecimiento en 13,86% respecto al 2011.

Si nos referimos a la **liquidez general**, en este caso corresponde a la liquidez a medio plazo o ratio de solvencia. El Current Ratio<sup>59</sup> ofrece valores que oscilan entre 1,18 en 2012, el valor más bajo que forma parte de una tendencia consistente a la baja experimentada desde 2010 que con un valor de 1,29 es el punto más alto. En el periodo estudiado el valor del ratio es >1, lo cual equivale a decir que el activo

<sup>58</sup> Elaboración propia

<sup>59</sup> Ratio europeo (Current assets/current liabilities) facilitado por la base de datos SABI.

circulante supera al pasivo circulante y por lo tanto, el activo que se transforma en líquido es suficiente para el pago de las deudas a corto plazo

Si tratamos la **liquidez inmediata**, podemos decir que toma valores entre 0,07 y 0,04 según los datos de nuestra muestra. Mención aparte merece el valor alcanzado en el 2010 de 0,07, el cual representa el valor más alto antes de iniciar una tendencia a la baja. Lo cual quiere decir que se reduce la capacidad para atender a los pagos a muy corto plazo.

## 6.5 Correlaciones entre las variables.

Con el fin de estudiar con mayor profundidad el tema, hemos realizado una correlación entre la evolución de las distintas magnitudes más relevantes en esta materia. El correspondiente estudio se ha realizado con la ayuda de Excel.

Lo que pretendemos averiguar es si la estructura financiera de la industria de conservas de pescado en Galicia es similar o tiene características propias con respecto a la industria de conservas de pescado en el resto de España.

- Primeramente cómo es la estructura financiera de las empresas conserveras de España sin tener en cuenta Galicia y de Galicia solo.
- Comprobar si encontramos que existe o podría existir una estructura óptima de activo indisolublemente unida a una estructura financiera que también ha de ser óptima y además se adapta a alguna de las teorías más relevantes expuestas en la primera parte del trabajo
- Ver si existe correlación entre la evolución de distintas magnitudes (ventas, beneficios, empleo, etc), entre las empresas gallegas y las del resto de España entre los años que analizamos 2009-2012, o si se comportan de forma independiente.

Seguidamente presentamos en una tabla los datos de correlación entre las empresas de Galicia y el resto de España para los ratios que se indican.

Tiene un formato condicional, de modo que aparecen en **verde**<sup>60</sup> los datos en los que hay una correlación mayor de 0,5, en **naranja**<sup>61</sup> si la correlación está entre -0,5 y 0,5, y están en **rojo**<sup>62</sup> si la correlación es inferior a -0,5.

---

<sup>60</sup> Evolucionan de forma similar en ambos grupos, en Galicia y España sin incluir Galicia

<sup>61</sup> No hay relación entre las evoluciones de ambos grupos

<sup>62</sup> Evolucionan de forma opuesta en ambos grupos

**Tabla 3. Correlaciones entre los datos de empresas conserveras de Galicia y el resto de España<sup>63</sup>**

|                                    |              |
|------------------------------------|--------------|
| Ratios Formato Global              |              |
| A. Profitability                   |              |
| Return on Shareholders Funds (%)   | -0,541257591 |
| Return on Capital Employed (%)     | 0,513939084  |
| Return on Total Assets (%)         | -0,684411895 |
| Profit Margin (%)                  | -0,950936811 |
| ROE (%)                            | -0,510677928 |
| B. Operations                      |              |
| Net Assets Turnover                | -0,178812004 |
| Interest Cover                     | -0,90683693  |
| Stock Turnover                     | 0,001648711  |
| Collection period (días)           | -0,849569064 |
| Credit Period (días)               | 0,696310624  |
| C. Structure                       |              |
| Current Ratio                      | 0,670948449  |
| Liquidity Ratio                    | 0,550336382  |
| Shareholders Liquidity Ratio       | 0,437903542  |
| Solvency Ratio (%)                 | -0,429166824 |
| Gearing (%)                        | -0,497506169 |
| Ratio Endeudamiento                | -0,423228068 |
| Ratio Endeudamiento a l/p          | 0,476279689  |
| Ratio Endeudamiento a c/p          | -0,033383072 |
| Ratio Liquidez Inmediata           | -0,129431569 |
| D. Per employee                    |              |
| Profit per Employee (Mil)          | -0,973328527 |
| Oper. Rev. per Employee (Mil)      | 0,899937892  |
| Costs of employee / Oper. Rev. (%) | 0,928493477  |
| Aver. Cost of Empl. / Year (Mil)   | 0,98644005   |
| Share Funds per Employee (Mil)     | -0,686095695 |
| Work. Capital per Employee (Mil)   | 0,941316272  |
| Total Assets per Employee (Mil)    | 0,803402693  |

Los resultados que aparecen sombreados en rojo y son próximos a -1 nos muestran que en Galicia la evolución de dichos indicadores es opuesta a lo que ocurre en el resto de España. Los resultados que aparecen en verde muestran que la evolución de dichos indicadores en Galicia es similar a lo que ocurre en el resto de España. Por último los indicadores que son naranjas parecen evolucionar de manera completamente independiente en ambos conjuntos de datos.

En cuanto a los indicadores que indican una evolución opuesta<sup>64</sup> entre ambos grupos, podemos destacar:

<sup>63</sup> Elaboración propia a partir de datos del SABI y ayuda del EXCEL

- La rentabilidad de las aportaciones de los socios en las conserveras gallegas decrece.
- La rentabilidad económica (ROA) de las conserveras gallegas decrece, es decir, el rendimiento que obtienen por sus inversiones en activos va decreciendo con el paso de los años.
- La rentabilidad financiera (ROE) decrece notablemente aproximándose a una correlación negativa perfecta, es decir, el beneficio generado en relación a la inversión realizada a través de los fondos propios va disminuyendo con el paso de los años.
- La rentabilidad sobre las ventas decrece en las empresas gallegas, es decir, el margen va disminuyendo debido a que los gastos de explotación no se reducen lo suficiente.
- La cobertura de intereses decrece, lo cual quiere decir que cada vez es menor la capacidad de las conserveras gallegas para hacer frente al coste derivado de la financiación ajena para financiar su actividad.
- El periodo medio de cobro se reduce con el paso de los años, lo cual es un síntoma positivo ya que se reduce el tiempo para recibir los pagos de los clientes. En el caso del resto de conserveras españolas, la empresa está financiando en mayor medida a sus clientes.
- Los ingresos por empleado decrecen durante el periodo, es decir, las conserveras gallegas son menos eficientes en cuanto a la utilización de sus empleados.

Finalmente, los indicadores que evolucionan de forma completamente independiente<sup>65</sup> entre ambos grupos, se pueden citar: ratios de solvencia; rotación de mercaderías; ratios de endeudamiento y liquidez.

## 6.6 Análisis estadístico.

En este punto se ha planteado un contraste de hipótesis estadístico<sup>66</sup>. Se basa en establecer si las empresas gallegas tienen características propias en su estructura financiera con respecto a las empresas del resto de España.

---

<sup>64</sup> Rojo

<sup>65</sup> Naranja

<sup>66</sup> (Spiegel, M. 1988)

Para homogeneizar los datos en ambas poblaciones, se ha establecido que el Activo Total en todas las empresas tiene un valor de 100, pasando el resto de magnitudes contables a ser cualificadas como un porcentaje del Activo Total.

Una vez realizada la anterior transformación en todas las empresas de los dos conjuntos de datos considerados (Galicia y el resto de España), se calculan las medias y desviaciones estadísticas para cada magnitud contable.

El contraste de hipótesis que realizaremos será:

- Hipótesis nula ( $H_0$ ): las diferencias en la media de la masa contable considerada, no son significativas.
- Hipótesis alternativa ( $H_1$ ): las diferencias en la media de la masa contable considerada son significativas.
- Puesto que pueden ser significativamente distintas por defecto o por exceso, utilizaremos un contraste de dos colas.
- El nivel de significación será del 0,05 y del 0,01.
- El valor normalizado Z en la distribución normal en la región de aceptación estará comprendido entre -1,96 y 1,96; -2,58 y 2,58.
- La región de rechazo estará definida por los valores z inferiores a -1,96 y los superiores a 1,96; valores z inferiores a -2,58 y superiores a 2,58.

Para un total de **69** empresas se han tomado los datos correspondientes a una muestra de empresas conserveras de Galicia del año 2012 encontrando:

**ACTIVO TOTALES: (miles de euros)**

|                   |           |
|-------------------|-----------|
| Mediana           | 3.752     |
| Desviación Típica | 39.699    |
| Media             | 18.042    |
| Suma              | 1.064.451 |

**ACTIVO CIRCULANTE:**

**% sobre ACTIVO**

|                   |         |       |
|-------------------|---------|-------|
| Mediana           | 1.831   | 67,16 |
| Desviación Típica | 27.264  | 24,22 |
| Media             | 12.701  | 59,98 |
| Suma              | 749.372 |       |

|               |      |                    |                    |
|---------------|------|--------------------|--------------------|
| SIGMA_MEDIA S | Z    | Significación 0,05 | Significación 0,01 |
| 3,76          | 0,65 | ACEPTA             | ACEPTA             |

**INMOVILIZADO: % sobre ACTIVO**

|                   |         |       |
|-------------------|---------|-------|
| Mediana           | 1.450   | 27,5  |
| Desviación Típica | 6.677   | 21,92 |
| Media             | 3.835   | 34,82 |
| Suma              | 214.787 |       |

|               |       |                    |                    |
|---------------|-------|--------------------|--------------------|
| SIGMA_MEDIA S | Z     | Significación 0,05 | Significación 0,01 |
| 3,57          | -0,96 | SE ACEPTA          | SE ACEPTA          |

**FONDOS PROPIOS: % sobre ACTIVO**

|                   |         |       |
|-------------------|---------|-------|
| Mediana           | 2.045   | 41,95 |
| Desviación Típica | 10.295  | 55,28 |
| Media             | 6.275   | 34,76 |
| Suma              | 370.197 |       |

|               |      |                    |                    |
|---------------|------|--------------------|--------------------|
| SIGMA_MEDIA S | Z    | Significación 0,05 | Significación 0,01 |
| 17,58         | 0,86 | SE ACEPTA          | SE ACEPTA          |

**PASIVO LÍQUIDO: % sobre ACTIVO**

|                   |         |       |
|-------------------|---------|-------|
| Mediana           | 1.234   | 42,46 |
| Desviación Típica | 29.305  | 56,63 |
| Media             | 10.912  | 54,88 |
| Suma              | 632.915 |       |

|               |      |                    |                    |
|---------------|------|--------------------|--------------------|
| SIGMA_MEDIA S | Z    | Significación 0,05 | Significación 0,01 |
| 10,13         | 0,76 | SE ACEPTA          | SE ACEPTA          |

**PASIVO FIJO: % sobre ACTIVO**

|                   |        |       |
|-------------------|--------|-------|
| Mediana           | 433    | 7,01  |
| Desviación Típica | 2.406  | 16,72 |
| Media             | 1.252  | 13,58 |
| Suma              | 61.339 |       |

|               |       |                    |                    |
|---------------|-------|--------------------|--------------------|
| SIGMA_MEDIA S | Z     | Significación 0,05 | Significación 0,01 |
| 11,26         | -2,15 | SE RECHAZA         | SE ACEPTA          |

**INGRESOS DE EXPLOTACIÓN: % sobre ACTIVO**

|                   |           |        |
|-------------------|-----------|--------|
| Mediana           | 3.876     | 122,95 |
| Desviación Típica | 82.425    | 78,29  |
| Media             | 36.057    | 133,68 |
| Suma              | 2.019.197 |        |



| SIGMA_MEDIA S | Z    | Significación 0,05 | Significación 0,01 |
|---------------|------|--------------------|--------------------|
| 14,59         | 1,42 | SE ACEPTA          | SE ACEPTA          |

**BAI: % sobre ACTIVO**

|                   |        |       |
|-------------------|--------|-------|
| Mediana           | 35     | 1,1   |
| Desviación Típica | 2.275  | 29,27 |
| Media             | 530    | -3,42 |
| Suma              | 31.288 |       |

| SIGMA_MEDIA S | Z    | Significación 0,05 | Significación 0,01 |
|---------------|------|--------------------|--------------------|
| 12,39         | 0,67 | SE ACEPTA          | SE ACEPTA          |

**RESULTADO FINANCIERO: % sobre ACTIVO**

|                   |         |       |
|-------------------|---------|-------|
| Mediana           | -18     | -0,65 |
| Desviación Típica | 827     | 1,22  |
| Media             | -245    | -0,84 |
| Suma              | -14.473 |       |

| SIGMA_MEDIA S | Z    | Significación 0,05 | Significación 0,01 |
|---------------|------|--------------------|--------------------|
| 0,58          | 1,96 | RECHAZA            | SE ACEPTA          |

**RENTABILIDAD ECONÓMICA:**

|                   |       |
|-------------------|-------|
| Mediana           | 1,03  |
| Desviación Típica | 29,45 |
| Media             | -3,89 |
| Suma              | ---   |

| SIGMA_MEDIA S | Z     | Significación 0,05 | Significación 0,01 |
|---------------|-------|--------------------|--------------------|
| 3,91          | -1,01 | SE ACEPTA          | SE ACEPTA          |

**RENTABILIDAD FINANCIERA:**

|                   |       |
|-------------------|-------|
| Mediana           | 2,72  |
| Desviación Típica | 27,89 |
| Media             | 3,85  |
| Suma              | ----  |

| SIGMA_MEDIA S | Z    | Significación 0,05 | Significación 0,01 |
|---------------|------|--------------------|--------------------|
| 5,72          | 0,62 | SE ACEPTA          | SE ACEPTA          |

**ENDEUDAMIENTO:**

|                   |       |
|-------------------|-------|
| Mediana           | 58,06 |
| Desviación Típica | 55,05 |
| Media             | 65,20 |
| Suma              | ----  |

| SIGMA_MEDIA S | Z    | Significación 0,05 | Significación 0,01 |
|---------------|------|--------------------|--------------------|
| 8,07          | 0,07 | SE ACEPTA          | SE ACEPTA          |

En las masas patrimoniales sometidas a estudio, hemos encontrado que son significativamente distintos el **Resultado Financiero** y el **Pasivo No Corriente** en las empresas conserveras de Galicia y el resto de España. Según indican los datos el nivel de endeudamiento es similar, no obstante difieren en el plazo en el que las obligaciones financieras deben satisfacerse.

Como nota final cabe decir que la diferente estructura de financiación de activos, da como resultado que los recursos financieros son significativamente distintos en las empresas conserveras de Galicia en comparación con el resto de España. Es decir, Galicia obtiene mejores resultados financieros aunque tenga un endeudamiento similar a las empresas del mismo sector en España. Galicia presenta un mayor endeudamiento a C/P y en cambio España presenta un mayor endeudamiento a L/P. Las empresas conserveras presentan las mismas necesidades de financiación pero se financian de diferente forma.

# Conclusiones

Mediante la realización del presente trabajo hemos podido verificar que si comparamos la estructura financiera de las empresas conserveras en Galicia con la que presentan las empresas en el conjunto de España sin incluir las empresas gallegas aparece una composición distinta y por tanto que este importante sector tiene características propias y diferenciadoras. Por otro lado se ha puesto de manifiesto la presencia de un elemento externo de gran peso que condiciona claramente el escenario en el que se desenvuelve la actividad conservera global: La crisis económica y financiera que se ha dejado sentir con especial dureza desde 2007, aún así hemos encontrado que las empresas gallegas que tienen las mismas necesidades de financiación que el resto de España utilizan mayor endeudamiento a corto plazo y menor a largo plazo y son capaces de obtener mejores resultados financieros.

En una primera parte del trabajo se ha realizado un repaso de la literatura más notable en torno a la estructura de capital de las empresas, el coste de capital, el coste de las diferentes fuentes de financiación y acerca de si existe una estructura financiera óptima para las empresas. Se ha seguido un orden cronológico de las teorías y se ha procedido al análisis de los datos obtenidos a partir de la base de datos SABI para las conserveras en España y luego para conserveras en Galicia, intentando relacionar los contenidos de las teorías principales con la información que disponíamos. Así hemos podido constatar que la Teoría del *Trade-Off* y la Teoría del *Pecking Order*, se constituyen como las modernas teorías de la estructuración de capital, y ambas teorías son complementarias para explicar la estructura de capital de las empresas conserveras. Desde el contexto de los mercados imperfectos surgen estas dos teorías afines, que pretenden involucrar algunas deficiencias del mercado, como los impuestos de las personas físicas, los costes de las dificultades financieras, los costes de agencia y la información asimétrica, que serán factores determinantes a la hora de tomar las decisiones de apalancamiento y predecir cómo será su posterior distribución.

Nos hemos encontrado con que la información<sup>67</sup> facilitada a día de hoy por empresarios conserveros de Vigo coincide con nuestro estudio ya que antes de la crisis los Bancos facilitaban el crédito a las empresas en general casi con independencia del tamaño de las mismas. Con la situación de crisis sus políticas de concesión de crédito se han vuelto mucho más restrictivas. Así sucedió que aquellas empresas que no tenían medios para pagar sus inversiones pero tenían un alto endeudamiento a corto plazo han resultado barridas por la crisis.

De este modo hemos encontrado un perfil financiero similar en las empresas del sector. En la actualidad las Pólizas de Crédito que constituían un recurso financiero de uso masivo, sólo se usan hoy para financiar campañas como puede ser la de mejillón. Para que no se cierre la posibilidad de adquirir materia prima se extrae masivamente el recurso durante la campaña y se financia el circulante necesario con las Pólizas de Crédito. Este tipo de funcionamiento se aplica a la adquisición de materias primas de uso masivo como puede ser también la de atún. Por supuesto otro de los instrumentos de financiación utilizados masivamente son las líneas de Descuento Comercial con los Bancos para financiar exclusivamente a corto plazo.

Las conserveras hoy utilizan también Operaciones ICO<sup>68</sup> que antes eran de cinco a ocho años y hoy por un máximo de cinco años tras la reestructuración de las líneas de crédito.

En definitiva se ha pasado de un escenario en el que parecía que las pólizas de crédito se renovarían eternamente y que cada una se enlazaría ya con la siguiente; a una disminución manifiesta del uso de las pólizas de crédito como instrumentos a corto plazo. Al tiempo muchos fondos de inversión buscan empresas, particularmente conserveras que no están en buena situación económica o financiera para hacerse con el control de las mismas. Esos fondos permiten participar en el capital a sus antiguos propietarios pero les quitan el derecho a voto de modo que no pueden decidir sobre el presente ni el futuro de sus empresas.

En cuanto a la financiación a largo plazo casi exclusivamente se reduce a operaciones ICO que se utilizan con dos finalidades básicas: aumentar la liquidez y

---

<sup>67</sup> Elaboración propia con base en trabajo de campo propio. Información facilitada por un empresario de ANFACO del departamento de financiación, el cual ha solicitado que no se cite por razones de confidencialidad.

<sup>68</sup> Instituto de Crédito Oficial. Actúa como Banco Público concediendo préstamos para financiar operaciones de inversión y liquidez de las empresas, tanto dentro como fuera de España. También actúa como Agencia Financiera del Estado, gestionando los instrumentos de financiación oficial que el Estado dota para fomentar la exportación y la ayuda al desarrollo.

tienen un máximo de 3 años de duración o ya operaciones a más largo plazo con proyectos de inversión en infraestructuras, renovación de activos y casos similares.

Precisamente para estos proyectos de inversión en modernización existen ayudas y subvenciones del Estado, de la Xunta de Galicia y europeas pero todo se ha vuelto mucho más exigente y no está al alcance de las PYMES como hemos señalado a lo largo de este estudio.

Finalmente tras presentar un perfil del sector conservero hemos realizado distintas pruebas estadísticas con la finalidad de conseguir especificar en qué ha cambiado, si lo ha hecho en la estructura financiera de las empresas conserveras en España respecto a las de Galicia utilizando los datos proporcionados por la base de datos SABI, donde se ha definido la muestra.

# Bibliografía

- Alcubilla, P. (2014). Conservas de Pescado y Marisco: Espacio reservado a los grandes. *Revista Alimarket*, nº287, 58-67.
- Alentia (2013). Dossier. Catilla y León. Recuperado el 18 de diciembre de 2014 en [http://www.alentiaalternativa.es/pdf/dossier\\_alentia\\_2013-web.pdf](http://www.alentiaalternativa.es/pdf/dossier_alentia_2013-web.pdf).
- ANFACO-CECOPECA (2012): *Libro de ponencias. IV Conferencia Mundial de las conservas de pescados y mariscos*, Vigo, 10-11 de septiembre de 2012, Centro Social Novacaixagalicia de Vigo. Recuperado el 10 de noviembre de 2014 en <http://www.anfaco.es/fotos/biblioteca/docs/congresos/4%20CONFERENCIA%20MUNDIAL%20DE%20LAS%20CONSERVAS%20DE%20PESCADOS%20Y%20MARISCOS%20-%202012.pdf>.
- ANFACO-CECOPECA (2013). *Revista Industria Conservera*, nº101, marzo/abril 2013, 30-31. Recuperado el 11 de noviembre de 2014 en [http://issuu.com/anfacocecopescas/docs/revista\\_industria\\_conservera\\_101](http://issuu.com/anfacocecopescas/docs/revista_industria_conservera_101).
- Azofra, V. (1986). Bases para un Modelo Explicativo de la Estructura de Capital de la Empresa. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol.15, 49, 192-221.
- Banco Central Europeo (2007). Boletín Mensual, agosto.
- Barceló, M (1994). *Innovación Tecnológica en la industria. Una perspectiva española*. Barcelona: Beta.
- Baskin, J. (1986). An empirical investigation of the pecking order theory. *Financial management*, vol.18, nº1. Recuperado el 8 de julio de 2014 en <http://www.jstor.org/discover/10.2307/3665695?uid=3737952&uid=2134&uid=2&uid=70&uid=4&sid=21103979350751>.
- Boedo, L. y Calvo, A., (1997). Un modelo de Síntesis de los Factores que Determinan la Estructura de Capital Óptima de las Pymes. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 6, 1, 107-124.

- Camara de Comercio (2012). *Encuesta Cámaras sobre el acceso a las Pymes a la financiación ajena*. Bilbao: Camara Bilbao. Recuperado el 18 de diciembre de 2014 en <<http://www.camarabilbao.com/ccb/contenidos.downloadatt.action?id=9394867>>.
- Comisión Europea (2006). La nueva definición de PYME. *Publicaciones de empresa e industria*. Recuperado el 18 de noviembre de 2014 en <[http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/files/sme\\_definition/sme\\_user\\_guide\\_es.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/files/sme_definition/sme_user_guide_es.pdf)>.
- Durand, D. (1952). Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. *Conference and Research on Business Finance*, Nueva York, 215-247.
- EOI-Escuela de Negocios (2005). *El sector pesquero y la industria conservera: repercusión en el empleo*. Madrid: EOI-Escuela de Negocios. Recuperado el 3 de noviembre de 2014 en <[http://api.eoi.es/api\\_v1\\_dev.php/fedora/asset/eoi:20091/componente20090.pdf](http://api.eoi.es/api_v1_dev.php/fedora/asset/eoi:20091/componente20090.pdf)>
- Fernández, Fernández, L. (2001). *La estructura financiera óptima de la empresa: aproximación teórica*. Recuperado el 8 de julio de 2014 en <<http://www.5campus.org/leccion/poldiv>>.
- Giménez, I. (2012). *La financiación de Pymes y la crisis*. Fundación de Estudios Bursátiles y Financieros.
- Hall, G. et al., (2000). Industry Effects on the Determinants of Unquoted SMES' Capital Structure. *International Journal of the Economics of Business*, vol. 7, 3, 297-312.
- Han Kim, E. (1974). A Theory of Optimal Financial Structure in Market Equilibrium: A Critical Examination of the Effects of Bankruptcy and Corporate Income Taxation. *Tesis doctoral de la Universidad del Estado de Nueva York en Buffalo*.
- Instituto de Crédito Oficial (2014). *Qué es el ICO*. Madrid: ICO. Recuperado el 24 de diciembre de 2014 en <<http://www.ico.es/web/ico/que-es-ico>>.
- Jensen, M., y Meckling, W., (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 305-360.
- Maroto, J. (1996). Estructura Financiera y Crecimiento de las Pymes. *Economía Industrial*, Vol. 310, 4, 29-40.

- Mato, G., (1990). Estructura Financiera y Actividad Real de las Empresas Industriales. *Economía Industrial*, Vol. 272, 107-114.
- McConnel, J. y Pettit, R., (1984). Application of the Modern Theory of Finance to Small Bussiness Firm. *Small Bussiness Finance*, vol.42, 97-126
- Mackie-Mason, J.K. (1990). Do taxes affect corporate financing decisions?. *The Journal of Financie*, 45(5), 1471-1473.
- Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente (2013). *Líneas Estratégicas para la Internacionalización del Sector Agroalimentario*. Madrid: Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente. Recuperado el 22 de noviembre de 2014 en <[http://www.magrama.gob.es/es/ministerio/planes-estrategias/lineas-estrategicas-para-la-internacionalizacion-del-sector-agroalimentario/lineas\\_estrat%C3%A9gicas\\_internacionalizaci%C3%B3n\\_tcm7-278627.pdf](http://www.magrama.gob.es/es/ministerio/planes-estrategias/lineas-estrategicas-para-la-internacionalizacion-del-sector-agroalimentario/lineas_estrat%C3%A9gicas_internacionalizaci%C3%B3n_tcm7-278627.pdf)>.
- Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente (2014). *CDTI: Impulso al liderazgo empresarial. Ayudas a la financiación de proyectos para mejorar la competitividad de las empresas. Ejemplos para el sector agroalimentario y forestal*. Madrid: CDTI. Recuperado el 11 de noviembre de 2014 en <[http://www.magrama.gob.es/es/ministerio/planes-estrategias/jornada-agroalimentario-forestal/4-CECILIA\\_HERNANDEZ\\_-\\_Liderazgo\\_empresarial-Ayudas\\_a\\_la\\_financiacion\\_tcm7-321970.pdf](http://www.magrama.gob.es/es/ministerio/planes-estrategias/jornada-agroalimentario-forestal/4-CECILIA_HERNANDEZ_-_Liderazgo_empresarial-Ayudas_a_la_financiacion_tcm7-321970.pdf)>.
- Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente (2014). *Fondo Europeo de la Pesca. Reparto Financiero*. Madrid: Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente. Recuperado el 11 de noviembre de 2014 en <<http://www.magrama.gob.es/es/pesca/temas-ant/fondo-europeo-de-la-pesca/-que-es-el-fep-/reparto-financiero/default.aspx>>.
- Modigliani, F., y Miller M. (1958).The cost of Capital Corporation Finance, and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, vol. XLVIII, 3 (June), 261-297.
- Myers, S. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, Vol.5, 2, 147-175.
- Myers, S. (1984). The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*, vol. 39, (3), 575-592.



- Myers, S y Majluf, N., (1984). Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information That Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, Nº 2, 187-221.
- Otero, L., Fernández, S. y Vivel, M. (2007). La estructura de capital de la PYME. *Conocimiento, innovación y emprendedores: camino al futuro*. Universidad de la Rioja. Recuperado el 19 de diciembre de 2014 en <http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=2232604>.
- Pintado, J. (2012). *Finanzas empresariales*. España: Paraninfo.
- Piñero, J. (2010). La financiación a las PYMES antes y después de la crisis. *Bolsa: revista mensual de bolsas y mercados españoles*. Nº184, 40-46. Recuperado el 19 de diciembre de 2014 en [http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2010/06/40-45\\_ACT-Pymes\\_n184.pdf](http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2010/06/40-45_ACT-Pymes_n184.pdf).
- Piñero Sánchez, C., de Llano Monelos, P. (2011). *Finanzas empresariales: teoría y modelos con hoja de cálculo*. Santiago de Compostela: Andavira
- Real Liga Naval Española (2014). *El secretario general de ANFACO-CECOPESCA: "En la industria conservera no todos en la Unión Europea compiten bajo las mismas reglas del juego"*, Santander, agosto 2014. II Congreso Nacional Marítimo Recuperado el 10 de noviembre de 2014 en <http://www.realliganaval.com/congresomaritimo/blog/juan-manuel-vieites-secretario-general-de-anfaco-cecopesca-en-el-ii-congreso-maritimo-nacional-la-industria-conservera-y-transformadora-de-pescados-y-mariscos-espanola-reclama-que-todos-los-ope/>.
- Rivera, J., (1998). Factores determinantes de la estructura de capital de las grandes empresas industriales en Colombia. Tesis doctoral presentada en la Universidad Autónoma de Madrid, pp 87.
- Rivera, J., (2002). Teoría sobre la estructura de capital. *Estudios gerenciales: Universidad ICESI*, nº84, 31-59. Recuperado el 8 de julio de 2014 en [http://www.icesi.edu.co/revistas/index.php/estudios\\_gerenciales/article/view/93](http://www.icesi.edu.co/revistas/index.php/estudios_gerenciales/article/view/93).
- Salas, V. (1993). La empresa en el Análisis Económico. *Papeles de la Economía Española*, vol.57, 126-148.

- Schwartz, Eli. (1959). Theory of Capital Structure of the Firm. *The journal of Finance*, vol. XIV,1 (March), 18-39.
- SEPIDES (2014). *Fondo de Apoyo a la Diversificación del Sector Pesquero y Acuícola*. Madrid: SEPIDES. Recuperado el 11 de noviembre de 2014 <<http://www.sepides.es/fonpesca/index.aspx>>.
- Shapiro, A. (1991). Establishing a capital structure. *Modern Corporate Finance*. New York: Maxwell Macmillan International (ed), cap. 15, 458-486.
- Solomon, Ezra. (1972). *Théorie de la Gestion Financiere*. Paris: Dunond.
- Spiegel, M. (1988). *Estadística*. Madrid: McGraw-Hill.
- Suárez, C. (1998). Implicaciones de la información asimétrica en la financiación de las empresas. Documento de trabajo. Fundación empresa pública.
- Suárez Suarez, A. S (1995). *Curso de economía de la empresa*. Madrid: Pirámide.
- Suárez Suarez, A. S (2005). *Decisiones Óptimas de Inversión y Financiación en la Empresa*. Madrid: Ediciones Pirámide.
- UAM (2014). *Definiciones de masas y ratios usadas en la base de datos metaframe "SABI"*. Madrid: Universidad Autónoma de Madrid. Recuperado el 30 de diciembre de 2014 en <[http://www.uam.es/personal\\_pdi/economicas/jmalonso/Ejercicio\\_1\\_RatiosSABI.pdf](http://www.uam.es/personal_pdi/economicas/jmalonso/Ejercicio_1_RatiosSABI.pdf)>.
- UAM (2014). *Fuentes de financiación de la empresa*. Madrid: Universidad Autónoma de Madrid. Recuperado el 18 de diciembre de 2014 en <[https://www.uam.es/personal\\_pdi/economicas/fphernan/PaperF1.pdf](https://www.uam.es/personal_pdi/economicas/fphernan/PaperF1.pdf)>.
- UNIR-EMPRENDE (2014). *Fuentes de financiación*. Universidad Internacional de la Rioja. Recuperado el 18 de diciembre de 2014 en <<http://emprende.unir.net/creatuempresa/fuentes-de-financiacion/>>.
- Vázquez Torres, A, et al (2010). *Manual para la financiación PYME (2ª ed...)*. Barcelona: Experiencia.
- Vendrell, A (2007). *La dinámica de la estructura de capital. Evidencia para la empresa industrial española*. Recuperado el 5 de mayo de 2014 en <<http://www.tdx.cat/bitstream/handle/10803/8066/Tavv1de1.pdf?sequence=1>>.

Xunta de Galicia (2014). *Guía RSE para el sector conservero de pescados y mariscos*. Galicia: Xunta de Galicia. Recuperado el 22 de noviembre de 2014 en <[http://traballo.xunta.es/export/sites/default/Biblioteca/Documentos/Publicacions/GuiaRSEConserva\\_CAST.pdf](http://traballo.xunta.es/export/sites/default/Biblioteca/Documentos/Publicacions/GuiaRSEConserva_CAST.pdf)>.

Zambrano V., Sandra M., y Acuña C., (2011). *Estructura de capital. Evolución teórica*. Recuperado el 26 de mayo de 2014 en <<http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3815888>>.

*Páginas web consultadas:*

- Expansión:<<http://www.expansion.com/>>.

## Anexo

A continuación mostramos las tablas de datos procedentes de la base de datos (SABI), a través de la cual hemos cogido una muestra de un total de 840.000 empresas activas encontrando un total de 261 empresas agrupadas bajo el epígrafe (1022) de la Clasificación Nacional de Actividades Económicas CNAE, correspondiente a la Fabricación de Conservas de Pescado; de ellas 192 pertenecen a España (excluida Galicia) y el resto, un total de 69 empresas pertenecientes a Galicia.

**Tabla 4. Balance de la muestra de empresas conserveras de España sin incluir Galicia**

| Balance de situación                 | 2012 Mil Eur   | 2011 Mil Eur   | 2010 Mil Eur   | 2009 Mil Eur   |
|--------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Inmovilizado                         | 490.768        | 509.435        | 478.378        | 355.408        |
| Inmovilizado inmaterial              | 65.550         | 9.417          | 7.258          | 5.090          |
| Inmovilizado material                | 278.956        | 297.523        | 295.499        | 292.484        |
| Otros activos fijos                  | 146.262        | 202.495        | 175.621        | 57.834         |
| Activo circulante                    | 445.910        | 434.643        | 389.981        | 361.624        |
| Existencias                          | 187.077        | 180.762        | 164.154        | 145.328        |
| Deudores                             | 192.144        | 193.900        | 167.868        | 161.753        |
| Otros activos líquidos               | 66.689         | 59.981         | 57.959         | 54.543         |
| Tesorería                            | 23.442         | 27.384         | 28.610         | 23.667         |
| <b>Total activo</b>                  | <b>936.677</b> | <b>944.078</b> | <b>868.358</b> | <b>717.032</b> |
| Fondos propios                       | 396.623        | 392.422        | 373.170        | 282.003        |
| Capital suscrito                     | 89.779         | 94.445         | 90.755         | 75.332         |
| Otros fondos propios                 | 306.844        | 297.977        | 282.415        | 206.671        |
| Pasivo fijo                          | 204.842        | 227.056        | 212.512        | 176.420        |
| Acreedores a L. P.                   | 186.240        | 210.080        | 197.762        | 162.827        |
| Otros pasivos fijos                  | 18.601         | 16.976         | 14.750         | 13.593         |
| Provisiones                          | 3.296          | 27             | 137            | 27             |
| Pasivo líquido                       | 335.213        | 324.600        | 282.676        | 258.609        |
| Deudas financieras                   | 107.493        | 82.174         | 78.459         | 77.324         |
| Acreedores comerciales               | 85.149         | 93.054         | 92.055         | 77.903         |
| Otros pasivos líquidos               | 142.571        | 149.372        | 112.162        | 103.382        |
| <b>Total pasivo y capital propio</b> | <b>936.677</b> | <b>944.078</b> | <b>868.358</b> | <b>717.032</b> |
| Fondo de maniobra                    | 294.072        | 281.608        | 239.967        | 229.179        |
| Número empleados                     | 3.445          | 3.882          | 3.508          | 3.521          |

**Tabla 5. Cuenta de Pérdidas y Ganancias de la muestra de empresas conserveras de España sin incluir Galicia.**

| Cuentas de pérdidas y ganancias           | 2012 Mil Eur | 2011 Mil Eur | 2010 Mil Eur | 2009 Mil Eur |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ingresos de explotación                   | 747.800      | 761.832      | 682.303      | 639.142      |
| Importe neto Cifra de Ventas              | 735.452      | 758.201      | 678.589      | 635.481      |
| Consumo de mercaderías y de materias      | n.d.         | n.d.         | n.d.         | n.d.         |
| Resultado bruto                           | n.d.         | n.d.         | n.d.         | n.d.         |
| Otros gastos de explotación               | n.d.         | n.d.         | n.d.         | n.d.         |
| <b>Resultado Explotación</b>              | 28.655       | 24.548       | 15.919       | 15.125       |
| Ingresos financieros                      | 1.995        | 3.112        | 3.081        | 5.030        |
| Gastos financieros                        | 15.160       | 14.319       | 11.652       | 12.484       |
| <b>Resultado financiero</b>               | -13.166      | -11.208      | -8.571       | -7.454       |
| <b>Result. ordinarios antes Impuestos</b> | 15.500       | 13.340       | 7.344        | 7.671        |
| Impuestos sobre sociedades                | 6.109        | 2.845        | 1.942        | 2.506        |
| Resultado Actividades Ordinarias          | 9.391        | 10.494       | 5.402        | 5.165        |
| Ingresos extraordinarios                  | n.d.         | n.d.         | n.d.         | n.d.         |
| Gastos extraordinarios                    | n.d.         | n.d.         | n.d.         | n.d.         |
| Resultados actividades extraordinarias    | n.d.         | n.d.         | n.d.         | n.d.         |
| Resultado del Ejercicio                   | 9.391        | 10.494       | 5.402        | 5.165        |
| Materiales                                | 513.371      | 519.857      | 462.417      | 419.623      |
| Gastos de personal                        | 85.732       | 90.597       | 82.762       | 77.563       |
| Dotaciones para amortiz. de inmovil.      | 25.651       | 27.988       | 26.853       | 25.561       |
| Gastos financieros y gastos asimilados    | 13.936       | 13.188       | 9.794        | 11.037       |
| Cash flow                                 | 35.043       | 38.482       | 32.254       | 30.726       |
| Valor agregado                            | 140.819      | 145.113      | 126.753      | 121.832      |
| EBIT                                      | 28.655       | 24.548       | 15.919       | 15.125       |
| EBITDA                                    | 54.306       | 52.536       | 42.772       | 40.686       |

**Tabla 6. Ratios globales de la muestra de empresas conserveras de España sin incluir Galicia.**

|                                   | 2012<br>mil EUR | 2011<br>mil EUR | 2010<br>mil EUR | 2009<br>mil EUR |
|-----------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Número de empresas</b>         |                 |                 |                 |                 |
| <b>Ratios Formato Global</b>      |                 |                 |                 |                 |
| <b>A. Profitability</b>           |                 |                 |                 |                 |
| Return on Shareholders Funds (%)  | 3,91            | 3,40            | 1,97            | 2,72            |
| Return on Capital Employed (%)    | 4,89            | 4,28            | 2,93            | 4,08            |
| <b>Return on Total Assets (%)</b> | 1,65            | 1,41            | 0,85            | 1,07            |
| Profit Margin (%)                 | 2,08            | 1,76            | 1,75            | 1,20            |
| <b>ROE (%)</b>                    | 2,37            | 2,67            | 1,45            | 1,83            |
| <b>B. Operations</b>              |                 |                 |                 |                 |
| Net Assets Turnover               | 1,24            | 1,23            | 1,16            | 1,39            |
| Interest Cover                    | 2,02            | 1,79            | 1,64            | 1,38            |
| Stock Turnover                    | 3,87            | 4,15            | 4,12            | 4,38            |
| Collection period (días)          | 92              | 91              | 88              | 91              |
| Credit Period (días)              | 41              | 45              | 49              | 45              |
| <b>C. Structure</b>               |                 |                 |                 |                 |
| Current Ratio                     | 1,33            | 1,34            | 1,38            | 1,40            |
| Liquidity Ratio                   | 0,77            | 0,78            | 0,80            | 0,84            |
| Shareholders Liquidity Ratio      | 1,91            | 1,70            | 1,72            | 1,56            |
| Solvency Ratio (%)                | 42,34           | 41,57           | 42,97           | 39,33           |
| Gearing (%)                       | 78,75           | 78,80           | 77,97           | 89,98           |
| <b>Ratio Endeudamiento</b>        | 1,36            | 1,41            | 1,33            | 1,54            |
| <b>Ratio Endeudamiento I/p</b>    | 0,52            | 0,58            | 0,57            | 0,63            |
| <b>Ratio Endeudamiento c/p</b>    | 0,85            | 0,83            | 0,76            | 0,92            |

Estructura Financiera Óptima y Coste de Capital: Sector Conservero

| <b>Ratio Liquidez Inmediata</b>    | 0,07  | 0,08  | 0,07  | 0,09  |
|------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>D. Per employee</b>             |       |       |       |       |
| Profit per Employee (Mil)          | 5     | 4     | 4     | 2     |
| Oper. Rev. per Employee (Mil)      | 213   | 195   | 190   | 179   |
| Costs of employee / Oper. Rev. (%) | 11,46 | 11,89 | 12,11 | 12,14 |
| Aver. Cost of Empl. / Year (Mil)   | 24    | 23    | 22    | 22    |
| Share Funds per Employee (Mil)     | 114   | 101   | 84    | 78    |
| Work. Capital per Employee (Mil)   | 84    | 72    | 66    | 64    |
| Total Assets per Employee (Mil)    | 267   | 241   | 210   | 200   |

**Tabla 7. Balance de la muestra de empresas conserveras de Galicia.**

|                                      | 2012             | 2011             | 2010           | 2009           |
|--------------------------------------|------------------|------------------|----------------|----------------|
|                                      | mil EUR          | mil EUR          | mil EUR        | mil EUR        |
| <b>Número de empresas</b>            |                  |                  |                |                |
| <b>Formato Global</b>                |                  |                  |                |                |
| <b>Balance de situación</b>          |                  |                  |                |                |
| Inmovilizado                         | 315.080          | 298.661          | 285.493        | 268.555        |
| Inmovilizado inmaterial              | 4.660            | 4.901            | 3.876          | 2.838          |
| Inmovilizado material                | 214.787          | 214.251          | 201.205        | 191.352        |
| Otros activos fijos                  | 95.633           | 79.509           | 80.412         | 74.365         |
| Activo circulante                    | 749.372          | 711.859          | 675.413        | 585.124        |
| Existencias                          | 373.063          | 307.927          | 283.267        | 254.363        |
| Deudores                             | 299.636          | 286.232          | 288.835        | 247.706        |
| Otros activos líquidos               | 76.672           | 117.700          | 103.311        | 83.054         |
| Tesorería                            | 26.211           | 27.574           | 31.904         | 24.133         |
| <b>Total activo</b>                  | <b>1.064.451</b> | <b>1.010.520</b> | <b>960.906</b> | <b>853.678</b> |
| Capital suscrito                     | 370.197          | 392.356          | 367.071        | 330.957        |
| Otros fondos propios                 | 80.573           | 79.486           | 78.044         | 76.600         |
|                                      | 289.624          | 312.871          | 289.028        | 254.357        |
| <b>Pasivo fijo</b>                   | <b>61.339</b>    | <b>59.151</b>    | <b>69.185</b>  | <b>63.662</b>  |
| Acreedores a L. P.                   | 46.648           | 43.331           | 53.245         | 49.468         |
| Otros pasivos fijos                  | 14.691           | 15.821           | 15.940         | 14.194         |
| Provisiones                          | 475              | 312              | 1.172          | 103            |
| <b>Pasivo líquido</b>                | <b>632.915</b>   | <b>559.012</b>   | <b>524.649</b> | <b>459.059</b> |
| Deudas financieras                   | 256.186          | 244.929          | 198.519        | 174.375        |
| Acreedores comerciales               | 257.507          | 213.882          | 223.785        | 187.138        |
| Otros pasivos líquidos               | 119.221          | 100.202          | 102.346        | 97.546         |
| <b>Total pasivo y capital propio</b> | <b>1.064.451</b> | <b>1.010.520</b> | <b>960.906</b> | <b>853.678</b> |
| Fondo de maniobra                    | 415.192          | 380.277          | 348.316        | 314.931        |
| Número empleados                     | 6.115            | 6.003            | 5.835          | 4.948          |

**Tabla 8. Pérdidas y ganancias de la muestra de empresas coserveras de Galicia.**

| Cuentas de pérdidas y ganancias           | 2012 Mil Eur | 2011 Mil Eur | 2010 Mil Eur | 2009 Mil Eur |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ingresos de explotación                   | 2.019.197    | 1.773.668    | 1.513.440    | 1.371.066    |
| Importe neto Cifra de Ventas              | 2.017.565    | 1.771.951    | 1.510.947    | 1.368.971    |
| Consumo de mercaderías y de materias      | n.d.         | n.d.         | n.d.         | n.d.         |
| Resultado bruto                           | n.d.         | n.d.         | n.d.         | n.d.         |
| Otros gastos de explotación               | n.d.         | n.d.         | n.d.         | n.d.         |
| <b>Resultado Explotación</b>              | 45.761       | 47.251       | 43.662       | 49.971       |
| Ingresos financieros                      | 6.705        | 7.826        | 8.089        | 6.105        |
| Gastos financieros                        | 21.178       | 19.354       | 16.556       | 18.291       |
| <b>Resultado financiero</b>               | -14.473      | -11.528      | -8.466       | -12.186      |
| <b>Result. ordinarios antes Impuestos</b> | 31.288       | 35.725       | 35.196       | 37.785       |
| Impuestos sobre sociedades                | 8.585        | 9.490        | 9.405        | 10.242       |
| Resultado Actividades Ordinarias          | 22.703       | 26.235       | 25.791       | 27.543       |
| Ingresos extraordinarios                  | n.d.         | n.d.         | n.d.         | n.d.         |
| Gastos extraordinarios                    | n.d.         | n.d.         | n.d.         | n.d.         |
| Resultados actividades extraordinarias    | -1.283       | n.d.         | n.d.         | n.d.         |
| Resultado del Ejercicio                   | 21.420       | 26.235       | 25.791       | 27.543       |
| <br>                                      |              |              |              |              |
| Materiales                                | 1.628.590    | 1.385.434    | 1.146.996    | 1.068.889    |
| Gastos de personal                        | 151.360      | 142.799      | 131.279      | 113.574      |
| Dotaciones para amortiz. de inmovil.      | 29.044       | 25.916       | 24.577       | 23.517       |
| Gastos financieros y gastos asimilados    | 19.533       | 17.842       | 12.026       | 13.548       |
| <br>                                      |              |              |              |              |
| Cash flow                                 | 50.464       | 52.151       | 50.368       | 51.060       |
| Valor agregado                            | 229.942      | 222.282      | 203.079      | 188.423      |
| EBIT                                      | 45.761       | 47.251       | 43.662       | 49.971       |
| EBITDA                                    | 74.804       | 73.167       | 68.240       | 73.487       |

**Tabla 9. Ratios globales de la muestra de empresas conserveras de Galicia.**

|                                   | 2012    | 2011    | 2010    | 2009    |
|-----------------------------------|---------|---------|---------|---------|
|                                   | mil EUR | mil EUR | mil EUR | mil EUR |
| <b>Número de empresas</b>         |         |         |         |         |
| <b>Ratios Formato Global</b>      |         |         |         |         |
| <b>A. Profitability</b>           |         |         |         |         |
| Return on Shareholders Funds (%)  | 8,45    | 9,11    | 9,59    | 11,42   |
| Return on Capital Employed (%)    | 11,78   | 11,86   | 10,82   | 13,01   |
| <b>Return on Total Assets (%)</b> | 2,94    | 3,54    | 3,66    | 4,43    |
| Profit Margin (%)                 | 1,55    | 2,02    | 2,33    | 2,76    |
| <b>ROE (%)</b>                    | 5,79    | 6,69    | 7,03    | 8,32    |
| <b>B. Operations</b>              |         |         |         |         |
| Net Assets Turnover               | 4,68    | 3,93    | 3,47    | 3,47    |
| Interest Cover                    | 2,34    | 2,65    | 3,63    | 3,66    |
| Stock Turnover                    | 5,40    | 5,75    | 5,33    | 5,37    |
| Collection period (días)          | 53      | 58      | 69      | 65      |
| Credit Period (días)              | 46      | 43      | 54      | 49      |
| <b>C. Structure</b>               |         |         |         |         |
| <b>Current Ratio</b>              | 1,18    | 1,27    | 1,29    | 1,27    |
| Liquidity Ratio                   | 0,59    | 0,72    | 0,75    | 0,72    |
| Shareholders Liquidity Ratio      | 5,93    | 6,49    | 5,24    | 5,12    |
| Solvency Ratio (%)                | 34,78   | 38,83   | 38,20   | 38,77   |
| Gearing (%)                       | 85,77   | 77,50   | 72,93   | 71,92   |
| <b>Ratio Endeudamiento</b>        | 1,88    | 1,58    | 1,62    | 1,58    |
| <b>Ratio Endeudamiento a l/p</b>  | 0,17    | 0,15    | 0,19    | 0,19    |
| <b>Ratio Endeudamiento a c/p</b>  | 1,71    | 1,42    | 1,43    | 1,39    |
| <b>Ratio Liquidez Inmediata</b>   | 0,04    | 0,05    | 0,07    | 0,05    |

| <b>D. Per employee</b>             |      |      |      |      |
|------------------------------------|------|------|------|------|
| Profit per Employee (Mil)          | 5    | 6    | 6    | 7    |
| Oper. Rev. per Employee (Mil)      | 330  | 295  | 259  | 268  |
| Costs of employee / Oper. Rev. (%) | 7,50 | 8,05 | 8,67 | 8,28 |
| Aver. Cost of Empl. / Year (Mil)   | 25   | 24   | 22   | 22   |
| Share Funds per Employee (Mil)     | 61   | 65   | 63   | 66   |
| Work. Capital per Employee (Mil)   | 68   | 63   | 60   | 62   |
| Total Assets per Employee (Mil)    | 174  | 168  | 164  | 168  |

## MEDICIÓN DE VARIABLES

**ROA%:** Rentabilidad Económica (Resultado Explotación/ Activo Total) x100

**ROE%:** Rentabilidad Financiera (Resultado del ejercicio/ Fondos Propios) x100

### Endeudamiento

- **Endeudamiento general:** (Pasivo Corriente + Pasivo No Corriente)/ Fondos Propios
- **Endeudamiento a corto plazo:** (Pasivo Corriente)/Fondos Propios
- **Endeudamiento a largo plazo:** (Pasivo No Corriente)/ Fondos Propios

**Crecimiento de la cifra de ventas:**  $((CV_n - CV_{n-1}) / CV_{n-1}) * 100\%$

### Liquidez

- **Liquidez general:** (Gastos a distribuir + Activo Corriente)/ (Ingresos a distribuir+ Acreedores a c/p + Provisiones de riesgos y gastos a c/p)
- **Liquidez inmediata:** (Inversiones Financieras Temporales + Efectivo y otros equivalentes)/ Pasivo Corriente