

## UN ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LAS PYMES DE UNA COMARCA EN PERIODO DE CRISIS: EL CASO DE OSONA

*Núria Arimany-Serrat*

*Anna Sabata-Aliberch*

*Carme Viladecans Riera*

*Departamento de Economía y Empresa. Universitat de Vic*

### RESUMEN:

Durante el período 2008-2013 las empresas registradas en la comarca de Osona (Cataluña) disminuyeron notablemente y este estudio pretende evidenciar la situación económica financiera de estas PYMES en el difícil período analizado como clave de la supervivencia empresarial. El estudio se centra en la estructura financiera de estas empresas y sus indicadores financieros para presentar unos resultados y conclusiones al respecto sobre el endeudamiento, las rentabilidades y el crecimiento equilibrado de las empresas de esta comarca de la Cataluña Central.

**PALABRAS CLAVE:** Estructura de Capital; Estructura financiera; Endeudamiento; Empresas pequeñas y medianas; PYMES.

### ABSTRACT

During the 2008-2013 period, the companies registered in the region of Osona (Catalonia) decreased significantly and this study aims to show the financial economic situation of these SMEs in the difficult period analyzed as a key to business survival. The study focuses on the financial structure of these companies and their financial indicators to present results and conclusions on the debt, profitability and balanced growth of companies in this region of Central Catalonia.

**KEY WORDS:** Capital structure; Financial structure; Debt; Small and medium enterprises; SMEs.

## 1. INTRODUCCIÓN

El período 2008-2013 se ha considerado un período de crisis sistémica generalizada y el territorio de la comarca de Osona, en la Cataluña Central, no ha sido una excepción, por ello se plantea el estudio de la estructura financiera de la PYMES de Osona en este período, en el cual estas empresas han disminuido en número en esta comarca. Para ello, es importante valorar la composición de la estructura financiera de estas PYMES para evidenciar si se trata de empresas capitalizadas o endeudadas para acometer las oportunas inversiones propias de la innovación inherente a la revolución tecnológica a la que asisten la mayoría de empresas en funcionamiento.

El estudio, después de presentar la oportuna revisión de la literatura que identifica las principales teorías de la estructura de capital, caracteriza las empresas de este territorio de la Cataluña Central, incidiendo en el número de trabajadores y la financiación de estas PYMES, en este difícil período de supervivencia empresarial para pequeñas y medianas empresas. Se definen los indicadores financieros utilizados para el análisis de los estados financieros en 2008-2013 y se aplican a las empresas objeto de estudio, diferenciando las mismas según su volumen de facturación, para poder

establecer, según resultados obtenidos, las correspondientes conclusiones respecto al endeudamiento, la capitalización, las rentabilidades y el crecimiento equilibrado de estas empresas. El cierre del crédito en este período para muchas de estas empresas ha supuesto una importante disminución de las mismas, de manera que valorar su capitalización y los mecanismos para que se produzca ayudaría en gran medida a superar los períodos de crisis económica y financiera por parte de las PYMES.

## **2. REVISIÓN DE LA LITERATURA. PRINCIPALES TEORÍAS SOBRE LA ESTRUCTURA DEL CAPITAL**

La investigación de la estructura del capital de las empresas se inició a finales de los años 50 con el trabajo realizado por Modigliani y Miller (1958) y establecía un financiamiento exclusivamente con capital, además se asumía que las empresas operaban en mercados perfectos. A partir de estas ideas y dada la imperfección del mercado, surgieron diferentes teorías sobre la estructura del capital de las empresas: la *teoría del trade-off*, la *teoría de la jerarquía financiera* o *Pecking order theory* i la *teoría de los costes de la agencia*.

La *teoría del trade-off* también conocida como teoría estática, sugiere que el nivel de endeudamiento depende de un equilibrio óptimo entre las ventajas tributarias de la deuda y las desventajas derivadas del incremento de posibilidad de quiebra. Cuando se consigue la combinación óptima entre deuda y recursos propios, las empresas maximizan su valor y no tienen incentivos para aumentar su deuda pues una unidad monetaria adicional en el endeudamiento supone una pérdida marginal neta de este valor.

Esta teoría detecta una relación positiva entre los activos tangibles y el endeudamiento, ya que estos activos sirven de garantía en caso de impago, (Frank y Goyal, 2003; Gaud et al., 2005), y de la misma manera, también pone de manifiesto una relación positiva entre la dimensión empresarial y el endeudamiento (Boot, 2001). Al tratar la variable rentabilidad, siguiendo esta misma teoría, se constata que las empresas más rentables utilizan más endeudamiento (Miguel y Pindado, 2001; Frank y Goyal 2003; Gaud et al. 2005).

La *teoría de la jerarquía financiera* o *Pecking order theory*, según Myers y Majluf (1984), plantea que por las asimetrías de la información del mercado, los inversores no conocen con seguridad el valor presente neto de las oportunidades de inversión de las empresas, ni saben su valor si estas oportunidades se pierden. Concretamente, esta teoría señala que los directivos buscan la fuente de financiación más valorada por el mercado que les permite obtener los fondos necesarios con un menor coste de capital, es decir, se trata de mantener el control mediante la utilización, en primer lugar, de los recursos generados internamente, y posteriormente, utilizar la financiación externa, ya que los propietarios son reticentes a la entrada de nuevos accionistas. De esta manera, se establece un orden claro de prioridades, donde en primera posición se encuentran los fondos autogenerados, en segunda, las emisiones de deuda, y en tercera, la emisión de acciones. Esta teoría se basa en que los directivos de la empresa tienen más información sobre la situación de la misma y por esto el resto de agentes interpretan sus decisiones financieras como señales muy transparentes de la situación de la compañía. Esta información asimétrica obliga a los directivos a la hora de financiar los nuevos proyectos a jerarquizar las fuentes financieras, de manera que envían al mercado las mejores señales de su situación actual y futura.

La *teoría de la agencia* se define como un contrato sobre el cual una o más personas (principal) contrata a otras (agente) para desarrollar una actividad, con la correspondiente delegación de funciones y responsabilidad y un pago por sus servicios (Bueno, y Santos, 2012). Esta teoría ha tenido mucha relevancia a partir de la crisis económica mundial, iniciada en 2007, ya que tal como indica Stiglitz (2010) “Una asunción excesiva de riesgos por parte de los bancos, una serie de conflictos de intereses y un comportamiento fraudulento generalizado, son fenómenos alarmantes que han aparecido repetidamente cuando se vislumbran bancarrotas, y la actual crisis no es ninguna excepción”, los

vínculos contractuales se complican cuando las relaciones de agencia tienen más de un nivel dentro de las organizaciones y las asimetrías de información están fuertemente presentes (Ganga, et.al. 2016).

Finalmente, indicar que las decisiones relacionadas con la estructura del capital de la empresa están influenciadas por la estructura de propiedad, operativa de las empresas y sus modelos y estrategias de negocio.

### 3. CARACTERIZACIÓN DE LAS EMPRESAS DE OSONA EN RELACIÓN AL NÚMERO DE TRABAJADORES

En el período 2008-2013, Osona, tiene un 2% de las empresas pequeñas y medianas de Cataluña y pasa de tener unas 6.000 empresas en el año 2008 a unas 5.000 empresas en el año 2013, es decir, reduce el número de empresas registradas en este período, en concreto las PYMES disminuyen un 17%, motivo por el que se ha planteado este análisis.

El estudio de las PYMES de Osona se lleva a cabo agrupando las empresas por el número de trabajadores que tiene cada una, como criterio discriminador siguiendo parámetros europeos; en este apartado se presenta la comparativa entre las empresas de Cataluña y las de la Comarca de Osona, en relación al número de trabajadores que tienen en el período analizado, para contextualizar el trabajo y se obtiene la siguiente información:

*Tabla 1: Cuentas de cotización de Catalunya según número de trabajadores*

Any	Hasta 10 trabajadores	11 a 50 trabajadores	51 a 250 trabajadores	>250 trabajadores
<b>2008</b>	86,0%	11,5%	2,2%	0,4%
<b>2009</b>	86,3%	11,2%	2,2%	0,4%
<b>2010</b>	86,3%	11,1%	2,3%	0,4%
<b>2011</b>	86,7%	10,7%	2,2%	0,4%
<b>2012</b>	87,0%	10,5%	2,2%	0,4%
<b>2013</b>	87,1%	10,4%	2,2%	0,4%

*Fuente: Observatori Socioeconòmic de Osona, a partir de los datos del Departament d'Empresa i Coneixement de la Generalitat de Catalunya*

*Tabla 2: Cuentas de cotización de Osona según número de trabajadores*

Any	Hasta 10 trabajadores	11 a 50 trabajadores	51 a 250 trabajadores	>250 trabajadores
<b>2008</b>	87,5%	10,7%	1,6%	0,1%
<b>2009</b>	87,8%	10,4%	1,7%	0,1%
<b>2010</b>	87,7%	10,4%	1,8%	0,1%
<b>2011</b>	88,4%	9,7%	17,6%	0,1%
<b>2012</b>	88,7%	9,2%	1,9%	0,1%
<b>2013</b>	88,5%	9,6%	1,7%	0,2%

*Fuente: Observatori Socioeconòmic de Osona, a partir de los datos del Departament d'Empresa i Coneixement de la Generalitat de Catalunya*

Analizando estos datos entre Cataluña y Osona, se pone de manifiesto que, en relación al número de empresas hasta 10 trabajadores, Osona presenta un pequeño incremento respecto Cataluña. En cambio, respecto las empresas pequeñas (11 a 50 trabajadores), las empresas medianas (51 a 250

trabajadores) y las empresas de más de 250 trabajadores Osona presenta un porcentaje inferior al de Cataluña.

Por tanto, las empresas con más trabajadores en Osona, presentan porcentajes inferiores a las del conjunto de Cataluña y, para el caso de las empresas de hasta 10 trabajadores (microempresas), Osona presenta porcentajes superiores a los de Cataluña. De manera, que el tipo de empresa que predomina en la comarca de Osona, es la microempresa de hasta 10 trabajadores. De otra parte, son pocas las empresas que superan los 250 trabajadores, solamente 9 empresas en el año 2013 (final del período analizado) presentan más de 250 trabajadores, lo que representa un 0,2% de las grandes empresas de la muestra objeto de estudio.

#### **4. ANÁLISIS EMPÍRICO**

El análisis de este estudio pretende evidenciar la situación financiera de las pequeñas (10 a 49 trabajadores) y medianas (50 a 249 trabajadores) empresas de la comarca de Osona, y se concreta en el análisis de 393 pequeñas empresas y 70 medianas empresas, diferenciando dos grupos: las que facturan más de cien millones de euros, sobre el total de la muestra de 3.677 empresas mercantiles de la comarca de Osona según datos de SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos) en el período analizado y las que facturan menos de cien millones de euros. Para el análisis empírico se realiza un análisis a largo plazo (cuyo objetivo es valorar el endeudamiento y capitalización de las empresas) y un análisis del crecimiento equilibrado de estas empresas, centrado en la gestión de activos y gastos y en la gestión financiera prudente. La metodología para valorar la salud de estas PYMES según su endeudamiento, su capitalización y su crecimiento equilibrado se establece en tres tipologías de empresas.

##### **4.1. Metodología**

La estructura financiera de la empresa indica la composición de los recursos financieros que ésta utiliza para el desarrollo de su actividad y queda contemplada en su patrimonio neto y pasivo del balance de situación, por tanto, es aquí donde quedan reflejados todos los recursos financieros de la empresa, agrupados en función de la su procedencia. La composición de la estructura financiera es de gran relevancia, ya que permite conseguir los objetivos fijados por la empresa, maximizando su valor y minimizando el coste de los recursos utilizados, con el menor riesgo posible y consiguiendo un apalancamiento financiero favorable para la empresa. Por otro lado, la determinación de la composición de los recursos financieros también debe estar relacionada con las inversiones actuales y futuras de la empresa, tanto en activo no corriente como en activo corriente. Este equilibrio se mide con el Fondo de Rotación o Fondo de Maniobra, exceso de los capitales permanentes que financian el activo corriente y que nos ayuda a medir la solvencia de la empresa a corto plazo, es decir, su liquidez y capacidad de atender los pagos a corto plazo.

En el análisis a largo plazo de las empresas de Osona se incluye el estudio de la estructura financiera de las empresas pequeñas y medianas de la comarca de Osona durante el período 2008-2013, con la finalidad de valorar cómo ha afectado a su estructura financiera, la crisis económica iniciada en nuestro país a mediados de 2007. En el estudio se utilizan los instrumentos propios del análisis de los estados financieros, avalados por la literatura académica de este ámbito (Amat, 1994, 2008; Santiago, 1996; Castelló y Lizcano, 1998, Laffarga y Briones, 1994; Rivero, 1996). En concreto, las variables analizadas en la muestra objeto de estudio son las siguientes:

✓ Ratio de endeudamiento: Éste ratio determina el porcentaje que representan los recursos ajenos en relación al total de recursos financieros utilizados por la empresa, considerando un endeudamiento normal o aceptable si su valor está situado entre el 50-60%, poco endeudada para valores inferiores al 50% y bastante o muy endeudada para valores superiores a un 60%.

✓ Ratio de calidad de la deuda: Éste ratio mide el porcentaje que representan las deudas a corto plazo en relación al total de deudas de la empresa, obteniendo una buena calidad de la deuda para valores inferiores de éste ratio.

✓ Cash flow o autofinanciación: Nos mide la capacidad de autofinanciación de la empresa a través de los recursos generados internamente a través del desarrollo de su actividad habitual, los cuales se obtienen por la suma de los beneficios obtenidos más la amortización del período.

✓ Apalancamiento financiero: Éste ratio nos permite comprobar si la utilización de deudas por parte de la empresa para financiar sus inversiones, le es favorable, indiferente o desfavorable en función de si su valor es superior, igual o inferior a la unidad.

✓ Rentabilidad financiera o ROE (Return on Equity): Mide la rentabilidad del patrimonio neto de la empresa a partir del cociente entre el resultado del ejercicio y el patrimonio neto de la empresa.

✓ Rentabilidad del activo o rendimiento o ROA (return on assets): Mide la rentabilidad de las inversiones totales de la empresa con independencia de su financiamiento, y se determina a partir del cociente entre el Beneficio Antes de Intereses e Impuestos (BAII) y el total activo.

✓ Fondo de maniobra: Mide la solvencia a corto plazo de la empresa a partir de la diferencia entre el activo corriente y el pasivo corriente.

✓ Crecimiento equilibrado: Viene determinado por una gestión eficiente de los activos (aumento de ventas superior al aumento de los activos), por una gestión financiera prudente (aumento de activos superior al aumento de deudas) y por una buena gestión de los gastos (aumento del resultado del ejercicio superior al aumento de las ventas).

Este estudio se ha realizado a partir de los datos de las empresas de la comarca de Osona durante el período 2008-2013, distinguiendo cuatro grupos de empresas, según número de trabajadores, ya que la UE contempla el número de trabajadores en la recomendación 2003/361 para la clasificación del tipo de empresas:

- Microempresas (0 a 9 trabajadores)
- Empresas pequeñas (10 a 49 trabajadores)
- Empresas medianas (50 a 249 trabajadores, distinguiendo las de facturación inferior y superior a 100 millones de euros)
- Empresas grandes (a partir de 250 trabajadores)

La finalidad de la agrupación por esta tipología de empresas consiste en poder identificar claramente la estructura financiera de las pequeñas y medianas empresas de Osona, diferenciadas a la vez por el volumen de facturación, en el período objeto de estudio 2008-2013.

## **4.2. Aplicación a las empresas de Osona**

A partir de los indicadores financieros detallados y centrándonos en las PYMES diferenciando según facturación inferior y superior a 100 millones de euros las empresas de la comarca de Osona durante el período 2008-2013, presentan los siguientes resultados:

1. Referente al nivel de endeudamiento, y tal como indica la tabla 3, éste no ha variado excesivamente durante el período considerado por los tres grupos de empresas clasificados, estando alrededor del 52% para las empresas pequeñas, al 53% para las empresas medianas con ventas inferiores a 100 M € y al 61% para las empresas que facturan más de 100 M €. Por tanto, podemos considerar que los dos primeros grupos de empresas tienen un nivel de endeudamiento normal o

aceptable ya que sus valores están entre el 50-60% y el tercer grupo de empresas, están demasiado endeudadas. Estos resultados nos permiten afirmar que, aunque el endeudamiento no ha variado considerablemente durante los años analizados por los tres grupos de empresas, sí que se observa que a medida que el nivel de facturación de la empresa es más elevado el nivel de deudas aumenta.

*Tabla 3. Ratios de endeudamiento, empresas de Osona período 2008-2013*

<b>Ratio Endeudamiento</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Empresas pequeñas	52,86%	50,88%	51,58%	51,47%	52,19%	49,33%
Empresas medianas ventas < 100 millones de euros	52,17%	49,76%	51,96%	55,40%	55,07%	54,82%
Empresas medianas vendas > 100 millones de euros	59,98%	61,94%	61,59%	60,98%	62,41%	60,23%

*Fuente: Elaboración propia*

2. A partir de los valores obtenidos por la ratio de calidad de la deuda, tal y como se observa en la tabla 4, en los tres grupos analizados el nivel de deudas a corto plazo en relación al total de deudas es bastante elevado y éste aumenta con el nivel de facturación de la empresa, por tanto, se puede afirmar en términos generales que la calidad de la deuda no es demasiada buena. Para las empresas pequeñas éste ratio oscila con valores entre el 68 % y el 74%, para las medianas con facturación inferior a 100 M€ entre un 75% y un 81% y para las que facturan más de 100M€ entre un 85% y un 91%.

*Tabla 4: Ratios de calidad de la deuda, empresas de Osona período 2008-2013*

<b>Ratio Calidad de la deuda</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Empresas pequeñas	73,79%	72,48%	67,57%	68,11%	71,30%	72,94%
Empresas medianas ventas < 100 millones de euros	77,89%	77,77%	75,15%	77,52%	79,71%	80,46%
Empresas medianas ventas > 100 millones de euros	89,82%	90,24%	90,39%	88,70%	86,51%	84,54%

*Fuente: Elaboración propia*

3. Referente a la capacidad de autofinanciación de las empresas de la comarca de Osona, tal y como queda reflejado en la tabla 5, se pone de manifiesto que para las empresas pequeñas se ha mantenido estable durante el período analizado y para los otros dos grupos de empresas su valor ha disminuido ligeramente. También cabe destacar que la capacidad de generar recursos internamente ha aumentado con el nivel de facturación de la empresa, con lo que se puede afirmar que el tamaño de la empresa condiciona su cash flow, y por tanto que éste es más grande al aumentar el nivel de ventas de la empresa.

*Tabla 5: Cash flow, empresas de Osona período 2008-2013*

<b>Cash flow (miles de euros)</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Empresas pequeñas	199,04	171,00	175,08	161,25	157,44	201,53
Empresas medianas ventas < 100 millones de euros	1.135,30	1.014,64	1.073,38	802,89	862,17	831,76
Empresas medianas ventas > 100 millones de euros	4.703,91	3.302,07	4.574,94	6.000,53	5.699,57	4.033,37

*Fuente: Elaboración propia*

4. Los valores obtenidos en el apalancamiento financiero en los tres grupos de empresas en el período analizado, nos permiten afirmar que la utilización de deudas por parte de éstas empresas ha sido favorable durante todo el período analizado (ver tabla 6), ya que presenta valores superiores a la unidad. Las variaciones que se observan no son demasiado significativas y, por tanto, aunque las empresas estudiadas presenten un nivel de deudas importante (especialmente las empresas medianas que facturan más de 100M €), éstas no han afectado a su rentabilidad.

*Tabla 6: Apalancamiento financiero, empresas de Osona período 2008-2013*

<b>Apalancamiento financiero</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Empresas pequeñas	2,14	2,05	1,99	1,71	1,61	1,84
Empresas medianas ventas < 100 millones de euros	1,97	2,50	2,00	1,77	1,94	1,99
Empresas medianas vendas > 100 millones de euros	2,42	2,37	2,60	2,60	2,67	1,84

*Fuente: Elaboración propia*

5. La rentabilidad financiera o de los recursos propios de éstas empresas durante el período analizado, según la tabla 7, ha disminuido para los tres grupos de empresas, pasando de un 8% a un 7% para las empresas pequeñas, de un 10% a un 4% para las empresas medianas con facturación inferior a los 100M€ y de un 19% a un 5% para las empresas con ventas superiores a los 100M€. Éstos valores nos permiten afirmar que las empresas pequeñas presentan una menor disminución de su rentabilidad y en cambio las que tienen una cifra de negocios superiores son las que han disminuido de forma más considerable su rentabilidad.

*Tabla 7: Rentabilidad financiera o ROE, empresas de Osona período 2008-2013*

<b>Rentabilidad financiera o ROE</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Empresas pequeñas	8,36%	6,09%	6,27%	4,72%	4,76%	7,03%
Empresas medianas ventas < 100 millones de euros	9,70%	7,12%	8,22%	4,34%	4,54%	3,82%
Empresas medianas ventas > 100 millones de euros	19,24%	10,36%	16,37%	20,94%	15,61%	5,01%

*Fuente: Elaboración propia*

6. Los valores que se observan en la tabla 8 ponen de manifiesto que la rentabilidad económica o rendimiento de éstas empresas durante el período analizado ha disminuido considerablemente, para las empresas pequeñas se ha pasado de un 5,2% a un 5,11%, para las empresas que facturan más de 100M€ de un 6,57% a un 2,55% y para las empresas que tienen una facturación superior se ha pasado de un 10,61% a un 3,62%. Estos valores nos permiten asegurar que las empresas que han tenido una disminución más suave de su rentabilidad económica son las empresas más pequeñas. Por otro lado, también es importante destacar que los tres grupos de empresas presentan la rentabilidad financiera superior a la rentabilidad económica, en sintonía con los valores superiores a la unidad del apalancamiento financiero.

*Tabla 8: Rentabilidad económica o ROA, empresas de Osona período 2008-2013*

<b>Rentabilidad económica o ROA</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Empresas pequeñas	5,20%	3,94%	4,19%	3,67%	3,94%	5,11%
Empresas medianas ventas < 100 millones de euros	6,57%	3,80%	5,49%	3,26%	3,12%	2,55%
Empresas medianas ventas > 100 millones de euros	10,61%	5,83%	8,39%	10,74%	7,79%	3,62%

*Fuente: Elaboración propia*

7. Los valores del fondo de maniobra que presenta la tabla 9, permiten evidenciar que los tres grupos de empresas gozan de un fondo de maniobra positivo y que éste ha ido aumentando en el período considerado, siendo su valor más elevado para las empresas con un mayor volumen de facturación.

*Tabla 9: Fondo de Maniobra, empresas de Osona período 2008-2013*

<b>Fondo de maniobra (miles de euros)</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Empresas pequeñas	514,37	570,33	682,49	666,06	652,97	712,34
Empresas medianas ventas <100 millones de euros	3.165,96	3.446,79	3.944,13	3.574,72	3.367,91	3.462,24
Empresas medianas ventas >100 millones de euros	4.362,17	5.155,70	7.391,97	7.653,82	9.544,49	10.337,86

*Fuente: Elaboración propia*

8. A partir de la comparativa de los aumentos producidos durante éste período por las ventas, los activos, las deudas y los resultados (ver tabla 10) se puede asegurar que los tres grupos de empresas no presentan un crecimiento equilibrado, ya que en ningún caso el aumento de ventas es superior al de activos, ni el aumento de activos supera a las deudas, ni tampoco el aumento de resultados supera al aumento de ventas. De manera, que no presentan una eficiente gestión de activos y gastos, además de una gestión financiera poco prudente.

*Tabla 10: Crecimiento equilibrado, empresas de Osona período 2008-2013*

<b>Crecimiento equilibrado</b>	<b>Gestión eficiente activos</b>		<b>Gestión financiera prudente</b>		<b>Gestión de los gastos</b>	
	<b>Δ Ventas</b>	<b>Δ Activos</b>	<b>Δ Activos</b>	<b>Δ Deudas</b>	<b>Δ Resultados</b>	<b>Δ Ventas</b>
Empresas Pequeñas	10,3%	15,3%	15,3%	7,61 %	5,55%	10,3%
Empresas Medianas Ventas < 100 millones de euros	8,578%	19,384%	19,384%	25,443%	-53,077%	8,578%
Empresas Medianas Ventas > 100 millones de euros	40,64%	62,68%	62,68%	63,36%	-52,25%	40,64%

*Fuente: Elaboración propia*

## **5. CONCLUSIONES**

El estudio realizado a partir de los datos financieros de las PYMES de la comarca de Osona durante el período 2008-2013, diferenciando las empresas que facturan más y menos de 100M€, para valorar el efecto de la crisis sistémica en este período, especialmente centrado la atención en la estructura financiera, y a través de los resultados obtenidos permite identificar las siguientes conclusiones:

- 1) Los valores de endeudamiento y calidad de la deuda no varían considerablemente en el período analizado, pero las empresas con más facturación presentan un volumen de deudas más elevado y de más mala calidad.
- 2) La capacidad de autofinanciación (cash flow) de estas empresas ha aumentado en este período, por la dificultad de acceder al crédito y las empresas con mayores ventas son la que gozan de más autofinanciación.

- 3) Los tres grupos de empresas, presentan un apalancamiento financiero favorable, por lo que la utilización de deuda en este período no ha perjudicado a las empresas.
- 4) La rentabilidad financiera de estas empresas supera la rentabilidad económica, corroborando que el endeudamiento no perjudica a las mismas, (endeudament que no perjudica), aunque las rentabilidades han disminuido, especialmente en el caso de las empresas que más facturan.
- 5) El fondo de maniobra es positivo en todos los años analizados y aumenta en este período, especialmente para las empresas más grandes de la muestra.
- 6) Las empresas analizadas no presentan una buena gestión de activos y gastos, además de una gestión financiera no muy prudente, por lo que son empresas que en este período objeto de estudio no crecen de forma equilibrada.

Por lo que, en el período 2008-2013, las empresas medianas de la comarca de Osona presentan un elevado endeudamiento, especialmente a corto plazo y las que más facturan; aunque mejoran en autofinanciación. En general, en este período el endeudamiento no perjudica a las PYMES de Osona, pero sus rentabilidades bajan notablemente y su crecimiento no es equilibrado. De manera que procedería mejorar su gestión de activos y gastos e identificar una política financiera prudente para poder sobrevivir y seguir el principio de empresa en funcionamiento.

## **BIBLIOGRAFÍA**

- AMAT, O. (1994): *Análisis de estados financieros. Fundamentos y aplicaciones*. Ediciones Gestión 2000, S.A, Barcelona.
- AMAT, O. (2008): *Anàlisi integral d'empreses*. Profit Editorial, S.L., Barcelona.
- BOOT, L. (2001): "Capital Structures in Developing Countries". *Journal of Finance*, 56, p. 87-120.
- BUENOS, J.E.; SANTOS, D.C. (2012): "La Teoría de Agencia en la determinación de la Estructura de Capital. Caso Sectores Económicos del Departamento del Valle del Cauca". *Revista Prolegómenos. Derechos y Valores*, 15, p.161-176.
- CASTELLÓ, E.; LIZCANO, J. (1998): *Interpretación de estados financieros*. Instituto Superior de Estudios Empresariales, Madrid.
- FRANK, M.; GOYAL, V. (2003): "Testing the pecking order theory of capital structure". *Journal of Financial Economics*, 67, p. 217-248.
- GANGA, F.; QUIROZ, J.; MALUK, S. (2016): "¿Qué hay de nuevo en la teoría de la agencia (TA)?". *Prismasocial*, 15, p. 685-707.
- GAUD, P.; JANI, E.; HOESLI, M.; BENDER, A. (2005): "The capital structure of Swiss companies: An empirical analysis using dynamic panel data", *European Financial Management*, 11, 1, p. 51-69.
- MIGUEL, A.; PINDADO, J. (2001): "Determinants of capital structure: New Evidence from Spanish Panel Data", *Journal of Corporate Finance*, 7, p. 77-99.
- MODIGILIANI, F.; I MILLER, M.H. (1958): "The cost of capital, Corporation finance and the theory of investment". *The American Economic Review*, 48(3), p. 261-297.
- MYERS, S.C.; MAJLUF, N. (1984): "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information investors do not have". *Journal of Financial Economics*, 13, p. 187-221.
- LAFFARGA BRIONES, J.; PIÑERO LOPEZ, J. (1994): *Análisis de Estados financieros. Reflexiones para la confección de un programa*. Ponencia realizada en el VI Encuentro de profesores universitarios. Madrid.
- RIVERO, P. (1996): *Análisis de balances y estados complementarios*. Ed. Pirámide, Madrid.
- SANTIAGO PÉREZ, V. (1996): *Las ratios en el análisis económico, financiero y de la competitividad*. Partida Doble, 65, p. 33-42.
- STIGLIZ, J. (2010): *Caída Libre*. Taurus, Madrid.

### **Núria Arimany Serrat**



Profesora de Contabilidad, Auditoria y Dirección Financiera en el Departamento de Economía y Empresa de la Universitat de Vic. Doctora por la Universidad de Barcelona (UB). Licenciada en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Barcelona. Desde el año 2007 forma parte del grupo de Investigación “Emprendeduría” de la Universitat de Vic. Con dos libros publicados en referencia al estado de cambios en el patrimonio neto y al estado de flujos de efectivo. Con diversas comunicaciones presentadas en congresos nacionales e internacionales vinculadas al estudio de las Uniones Temporales de Empresas, del Estado de Cambios en el Patrimonio Neto, del Estado de Flujos de Efectivo y de la Responsabilidad Social Corporativa.

### **Anna Sabata Aliberch**



Profesora de Contabilidad de Costes y Estadística en el Departamento de Economía y Empresa de la Universitat de Vic. Doctora por la Universidad de Barcelona (UB). Licenciada en Ciencias Económicas por la UB y Diplomada en Ciencias Empresariales por la Universitat de Vic. Desde el año 2007 forma parte del grupo de Investigación “Emprendeduría” de la Universitat de Vic, participando en el proyecto “Realización de una base de datos de casos prácticos reales de empresas y organizaciones de la Comarca de Osona”. Ha presentado comunicaciones en diversos congresos, tales como el XV Congreso AECA, y en el Congreso ACCID, vinculadas a la Contabilidad de Costes en el Sector primario y a la Responsabilidad Social Corporativa.

### **Carme Viladecans Riera**



Profesora de Contabilidad en el Departamento de Economía y Empresa de la Universidad de Vic. Doctora por la Universidad de Vic-Universidad Central de Cataluña (UVIC-UCC). Licenciada en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Barcelona. Desde el año 2007 forma parte del grupo de Investigación “Emprendeduría” de la Universidad de Vic. Ha publicado libros y artículos en relación al estado de cambios en el patrimonio neto y al estado de flujos de efectivo. Su área de especialización es el análisis de estados contables.