

**IMPACTO DE LA CRISIS EN EL PATRÓN DE
FINANCIACIÓN DE LAS PYMES EUROPEAS. ESPECIAL
ATENCIÓN AL CASO ESPAÑOL**

INMACULADA ORDIALES HURTADO

**FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS
DOCUMENTO DE TRABAJO
Nº 738/2013**

De conformidad con la base quinta de la convocatoria del Programa de Estímulo a la Investigación, este trabajo ha sido sometido a evaluación externa anónima de especialistas cualificados a fin de contrastar su nivel técnico.

ISSN: 1988-8767

La serie **DOCUMENTOS DE TRABAJO** incluye avances y resultados de investigaciones dentro de los programas de la Fundación de las Cajas de Ahorros.
Las opiniones son responsabilidad de los autores.

IMPACTO DE LA CRISIS EN EL PATRÓN DE FINANCIACIÓN DE LAS PYMES EUROPEAS. ESPECIAL ATENCIÓN AL CASO ESPAÑOL

Inmaculada Ordiales Hurtado*

Resumen:

Las dificultades para acceder a la financiación ajena por parte de las empresas en el actual entorno de crisis se han traducido en cambios importantes sobre la estructura de capital tanto de las pymes como de las grandes compañías. El presente trabajo describe la evolución del patrón de financiación de las pymes de la UE durante el periodo 2000-2011 y analiza la convergencia en la estructura de capital entre aquellas y las grandes empresas.

Para llevar a cabo este análisis comparado se recurre a la información recogida en la base de datos BACH (*Bank for the Account of Companies Harmonised*) que contiene las estadísticas de las cuentas anuales armonizadas de las sociedades no financieras remitidas por las centrales de balances nacionales.

La principal conclusión es que, como consecuencia de las diferencias en la estructura de capital entre pequeñas y grandes empresas, la crisis ha tenido un mayor impacto sobre la financiación de las pymes, aumentando diferencialmente su debilidad financiera.

Palabras clave: Estructura del capital, deuda empresarial, crisis económica, restricción financiera, pymes, Unión Europea, España

Clasificación JEL: G32, L11, E32

* Economista del Área de Estudios y Análisis del Consejo Económico y Social de España. Email: inmaculada.ordiales@ces.es

Introducción

La crisis iniciada en 2008 ha tenido un grave impacto en el acceso a la financiación ajena del tejido empresarial, fundamentalmente para las pequeñas y medianas empresas, que han tenido que enfrentarse a la contracción de la demanda en un contexto caracterizado por la restricción crediticia y la falta de liquidez. Las dificultades para acceder a la financiación ajena por parte de las empresas en un entorno de crisis se han traducido en cambios importantes sobre la estructura de capital tanto de las pymes como de las grandes empresas. No obstante, la sequía crediticia no ha afectado a todas las empresas comunitarias por igual, y resulta relevante distinguir su impacto tanto en función del tamaño empresarial como del país en el que residen.

El efecto que las dificultades financieras haya podido tener sobre la actividad de las pymes resulta de máximo interés si se tiene en cuenta que esta parte del tejido empresarial representa de media en la Unión Europea (UE) más del 99,8 por 100 de las empresas, emplea a más de dos tercios de los ocupados comunitarios y casi alcanza los dos tercios del valor añadido del conjunto de la Unión Europea (Comisión Europea 2012). Y, más aún, si se considera que la manera de financiar la actividad empresarial y el coste derivado de una determinada estructura del capital se encuentran entre los principales factores que influyen en la capacidad competitiva de las empresas (Melle Hernández 2000).

Aunque durante la reciente crisis económica la restricción financiera de las pymes constituye uno de los principales problemas para los gestores de la política económica, cabe recordar, no obstante, que también en la etapa expansiva del ciclo la pyme ha accedido a la financiación ajena en peores condiciones que la gran empresa. Esta restricción provoca que la estructura financiera de las pequeñas y medianas empresas difiera de la que mantienen las grandes compañías y, por lo general, revela la existencia de mayores problemas de acceso a la financiación ajena (BCE 2007).

Durante el periodo 2008-2011, la diferencia en el acceso a la financiación en función del tamaño empresarial ha sufrido cambios notables dado el marcado carácter financiero de la actual crisis económica y, además, el impacto de la

crisis sobre el patrón de financiación empresarial ha resultado desigual en función del país que se considere.

Tras la descripción general del patrón de financiación de las pymes de la UE y las principales teorías que sustentan sus características, en el presente trabajo se expone la evolución seguida por la estructura del capital de las pymes en la UE durante el último periodo de expansión y de crisis, prestando especial atención a las españolas. Asimismo se examina la diferencia en la estructura de financiación de las pymes y de las grandes empresas en determinados países miembros y su evolución durante ambos periodos¹.

El patrón de financiación de las pymes en la Unión Europea. Principales aportaciones teóricas.

Las pequeñas y medianas empresas de los países de la UE comparten un patrón similar en cuanto a sus fuentes de financiación o estructura financiera. Por lo general, se observa (BCE 2007) que las pequeñas y medianas empresas comunitarias² recurren en mayor medida a la financiación interna que las empresas de mayor tamaño, de ahí que el peso de los fondos propios en el capital de las pymes sea superior al que representan en el patrón de financiación de las grandes empresas.

Otro rasgo común de las pymes europeas es el elevado peso del crédito de los bancos en la composición de la financiación ajena, tanto a largo, como, sobre todo, a corto plazo. De hecho, las grandes empresas presentan una relativamente mayor independencia de la financiación de las entidades de crédito, ya que pueden acceder a otras fuentes de financiación alternativas, principalmente a la procedente del acceso directo a los mercados de capitales.

Frente a las de menor tamaño, las grandes empresas acceden, por lo general, con mayor facilidad a la financiación ajena puesto que disponen de una mayor cantidad de activos que pueden utilizar como colateral y porque se benefician

¹ El periodo de crisis considerado es el que discurre entre 2008 y 2011 último ejercicio para el que se recogen datos en la base de datos BACH.

² La categoría de microempresas, pequeñas y medianas empresas (pyme) quedaría definida de acuerdo con la Recomendación 2003/361/CE de la Comisión Europea como la constituida por empresas que ocupan a menos de 250 personas y cuyo volumen de negocios anual no excede de 50 millones de euros o cuyo balance general anual no excede de 43 millones de euros.

de un mayor poder de negociación en los mercados financieros, de manera que les permite llevar a cabo una mayor diversificación de las fuentes de financiación ajustándolas mejor a sus necesidades económico-financieras en cada momento. Además, sus posibilidades de acceder directamente a los mercados de deuda les permiten crearse o construirse una cierta reputación frente a los mercados o a los analistas de riesgos, lo que en última instancia les facilita el acceso al crédito de las entidades financieras.

La mayor dependencia del crédito bancario y la mayor presencia de financiación ajena a corto plazo sitúan a las pymes en una posición de desventaja competitiva frente a las grandes empresas, y las hace especialmente vulnerables o sensibles a los problemas que puedan experimentar las entidades financieras. Por otra parte, frente a las grandes compañías, las pymes europeas han recurrido, por lo general, más intensamente a la financiación ofrecida por los proveedores.

Gran parte de la diferencia en el patrón de financiación de las pymes respecto a las grandes compañías se justifica tanto por la propia dimensión empresarial como por algunas imperfecciones características de los mercados financieros.

Una de las teorías más extendidas para explicar cómo las pequeñas y medianas empresas deciden su estructura de capital es la “teoría de la jerarquización de las fuentes de financiación” (*Pecking Order Hypothesis* (POH)) (Myers y Majluf 1984) en su versión adaptada a la pequeña empresa (Berger y Udell 1995) (Cressy y Oloffson 1997). Su principal proposición es que las pymes elegirán, en primer lugar, aquellas fuentes de financiación con las que poseen más margen de maniobra o independencia, es decir, la autofinanciación y el crédito comercial, dejando el crédito bancario y la ampliación de capital para una segunda fase, en caso de necesitar más financiación. Bajo las hipótesis de la POH la decisión recae fundamentalmente en el lado de la demanda, como si se tomaran las decisiones bajo el supuesto de mercados financieros casi perfectos.

Sin embargo, la consideración de los costes de agencia y de los problemas de información asimétrica permite explicar las restricciones financieras a las que son sometidas las pequeñas y medianas empresas. Ambas imperfecciones afectan al correcto funcionamiento de los mercados financieros puesto que los

suministradores de financiación tienen menos información, tanto sobre los proyectos a financiar, como sobre el comportamiento de la empresa o del empresario. Esta evidencia empírica se traduce en la imposición de restricciones financieras para determinadas actividades empresariales. Algunos modelos teóricos explican este racionamiento del crédito por la existencia de problemas de información asimétrica *ex ante* (Stiglitz y Weiss 1981). Las entidades excluirán prioritariamente a las empresas de las que poseen menos información o que resultan más opacas, de modo que, teniendo en cuenta que las pymes suelen presentar una información financiera menos detallada y de peor calidad, es probable que sufran una exposición excesiva al racionamiento del crédito (Cieply y Grondin 1999).

Otros modelos parten de la existencia de problemas de información asimétrica *ex post* (Williamson 1986). La entidad no sabe cómo se va a comportar la empresa una vez que le es otorgado el crédito. Para evitar esta situación los bancos pueden llevar a cabo un seguimiento de la actividad empresarial (*monitoring*), que resultará rentable siempre y cuando el beneficio o margen que se obtenga por el crédito compense el coste de ese control. Además, las entidades tendrán en cuenta los costes legales que le puede suponer requerir por vía judicial los pagos a las empresas morosas. Tanto los costes de seguimiento o control de la actividad empresarial, como los costes legales son relativamente superiores en el caso de las pymes, circunstancias que pueden explicar su mayor exposición al racionamiento que las empresas de mayor tamaño (Yan 1996).

Como respuesta a estas imperfecciones o fallos de mercado surge la denominada banca relacional, que trata de superar el problema de la información asimétrica e incompleta del prestatario a través de la obtención de información informal (*soft information*) por parte de la entidad sobre la pyme gracias a los numerosos y diferentes contactos que mantiene con ella en la provisión de productos financieros (Boot 2000). Además, esta información informal permite realizar una valoración de la evolución en el medio y largo plazo del negocio del cliente a través de sus relaciones con los proveedores, clientes, competidores o negocios vecinos. Desde el punto de vista de las pymes, el establecimiento de una relación bancaria puede generarle beneficios

bajo la forma de menores tipos de interés o mayor disponibilidad de fondos. Sin embargo, en el medio o largo plazo pueden surgir problemas de “cautividad informativa” derivados del poder que otorga a las entidades el hecho de disponer de información exclusiva sobre sus clientes (Perez 2006).

En el caso de las pymes de nueva creación la restricción financiera suele ser más grave puesto que al factor tamaño se une la inexistencia de historial crediticio o financiero de la nueva compañía.

Las entidades financieras desarrollaron, sobre todo en España, su actividad de banca relacional durante el periodo de expansión (Perez 2006). La crisis iniciada en 2008 ha traído consigo un grave deterioro del balance de las entidades crediticias, mayores exigencias en cuanto a la calidad de sus activos (préstamos) y un alto grado de incertidumbre y desconfianza que han afectado a los lazos relacionales que sustentaban en gran medida la financiación crediticia de las pymes.

Además, a medida que la crisis se generalizaba, la desconfianza que imperó en los mercados financieros en los primeros momentos se contagió al resto de las relaciones económicas y empresariales afectando, incluso, a otra de las fuentes principales de financiación de las pymes como es el crédito comercial.

En definitiva, las pymes presentan claras desventajas en los mercados financieros (Cressy y Olofsson (1997)), lo que determina su estructura financiera (Cuadro 1). Esas diferencias en las condiciones y en la estructura de financiación de las pymes respecto a las grandes empresas se traducen, por lo general, en un menor acceso a la financiación ajena a largo plazo y en unas condiciones más exigentes en lo que se refiere a activos colaterales, tipos de interés y periodos de amortización.

En ocasiones se ha llegado a calificar esta situación de restricción o exclusión financiera (OCDE 2006). Sin embargo, para poder llegar a considerar esta situación de restricción o exclusión financiera hay que recurrir a la información procedente de los demandantes de créditos, que permitirá revelar si cuando

aquellos han tratado de obtener un crédito, este último se les ha denegado o se les ha aplicado unas condiciones disuasorias³.

³ Por lo general, para determinar la existencia o no de restricción financiera empresarial se acude fundamentalmente a información que ofrecen las empresas que demandan financiación. Existen dos tipos de información (BCE 2007), por un lado, la procedente de las diferentes encuestas que tratan el tema, tanto comunitarias o supranacionales (BCE, OCDE o Comisión Europea) como las propias de cada estado miembro, y por otro lado, a estudios o análisis empíricos basado en información empresarial individual, imposible de utilizar para el caso de las pymes.

CUADRO 1

DIFERENCIAS EN LA ESTRUCTURA ECONÓMICO FINANCIERA DE LAS PYMES Y LAS GRANDES EMPRESAS. INFORMACIÓN A PARTIR DE LOS ESTADOS CONTABLES

Menores ratios de activo fijo sobre el total de los activos. Esta diferencia podría explicarse por la especialización sectorial de la pequeña y mediana empresa, fundamentalmente, sesgada hacia el sector servicios que, por lo general, requiere una menor dotación de activo fijo. Asimismo, la menor presencia de activos fijos sobre el total puede deberse a las diferencias en las estrategias de crecimiento empresarial entre las pymes y las grandes compañías, puesto que en los casos de las empresas que inician la actividad (*Startups*), dadas las restricciones financieras a las que se enfrentan inicialmente, acceden normalmente con dimensiones por debajo de la óptima tratando de minimizar las inversiones iniciales en capital fijo y/o irrecuperable (*sunk costs*). Por otra parte, la necesidad de mantener un mayor ratio de activos líquidos puede responder, igualmente, a la mayor incertidumbre en la generación de flujos de caja recurrentes, por lo que mantiene una mayor proporción de efectivo, depósitos bancarios a la vista, etc.

Mayor proporción de la deuda comercial dentro de sus activos. Este aspecto pone de manifiesto una variable no contemplada en las aportaciones teóricas iniciales como es el escaso poder de mercado de la pequeña empresa, tanto en los mercados de bienes y servicios como en los financieros. Las pymes encuentran mayores dificultades para exigir el pago de sus bienes y servicios sobre todo cuando sus clientes son grandes empresas. Asimismo, cuando las pymes son los clientes suelen exigírseles menores plazos para resolver sus pagos frente a la gran empresa.

Mayor ratio de deudas corrientes sobre el total de activos, siendo el crédito bancario a corto plazo la mayor parte de su financiación corriente. Esta característica se asocia al escaso potencial de crecimiento que, en general, reflejan las pequeñas empresas. Así sus solicitudes de financiación responden más bien a la cobertura de necesidades de capital circulante, y en menos ocasiones al deseo de expandir la empresa o de realizar proyectos de inversión. Se constata que la mayor parte de las pymes no desean crecer más allá de lo que se denomina la escala mínima eficiente, es decir, alcanzan el volumen de negocios mínimo que les permite sobrevivir en la industria. En ocasiones los empresarios, lejos de ser unos emprendedores dinámicos, estrategas y orientados al crecimiento, parecen buscar más bien un nivel de vida satisfactorio (*the target income behaviour*) y se identifica este conformismo con el pequeño empresariado.

Mayor dependencia de los beneficios no distribuidos a la hora de emprender nuevas operaciones de inversión, como resulta natural en un entorno de información asimétrica y de cortos horizontales crediticios para las pequeñas empresas emprendedoras. Además, la menor disponibilidad de financiación se puede explicar igualmente porque, en su mayoría, las empresas están involucradas en lo que se denomina “experiencia de aprendizaje”, circunstancia que determina que existan mayores riesgos asociados a sus proyectos de inversión.

La mayor parte de la financiación adicional requerida la obtienen a través del crédito bancario y recurren poco o nada a la ampliación de capital, y ello a pesar de que presentan, en general, un mayor riesgo financiero teniendo en cuenta que poseen ratios mayor de deuda vs. capital y mayores probabilidades de impago.

Fuente: Elaboración propia a partir de (Cressy y Oloffson 1997)

Evolución de la estructura de capital de las pymes de la UE durante el periodo 2000-2011. Análisis comparado.

A pesar de estas generalidades apuntadas para las pymes de la UE, un análisis pormenorizado comparado de la estructura financiera del sector empresarial por tamaños revela la existencia de diferencias significativas entre Estados miembros.

Desde el inicio de la crisis la evolución seguida por las diferentes partidas que componen la estructura del pasivo de las pymes difiere mucho entre los Estados miembros. De la comparación resulta una trayectoria notablemente diferencial del patrón de financiación de las pymes españolas, poniendo de manifiesto ciertas características propias del entorno empresarial y de los mercados financieros españoles en el contexto de la crisis económica actual.

Para llevar a cabo el análisis comparado de las diferencias en la evolución en el patrón de financiación de las pymes en los distintos países de la Unión Europea se recurre a la base de datos BACH (*Bank for the Account of Companies Harmonised*), en cuyo proyecto actualmente participan las centrales de balances de Alemania, Bélgica, España⁴, Francia, Italia, Polonia, Portugal y República Checa. La base de datos BACH contiene las estadísticas de las cuentas anuales armonizadas de las sociedades no financieras remitidas por las centrales de balances nacionales (BACH database s.f.).

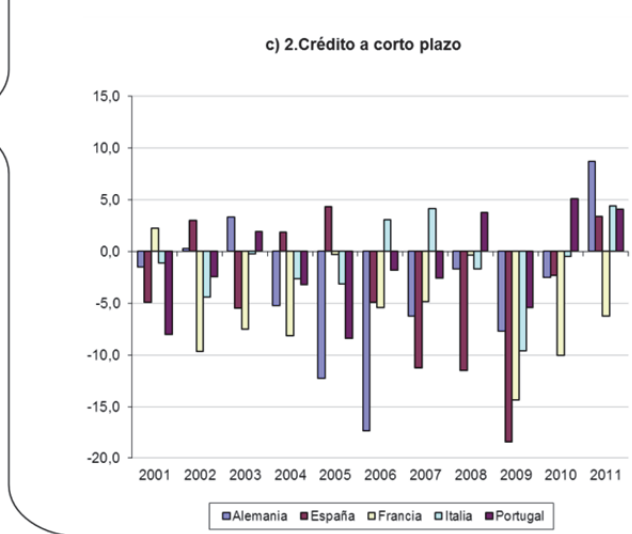
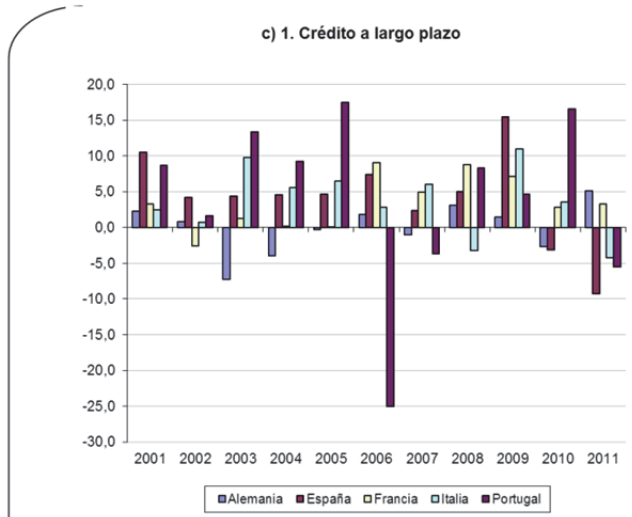
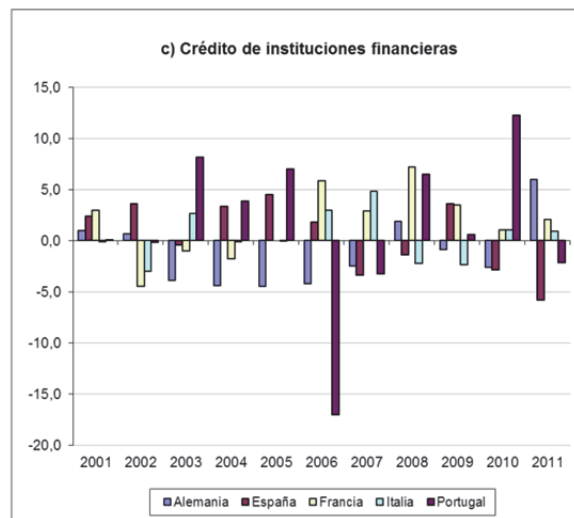
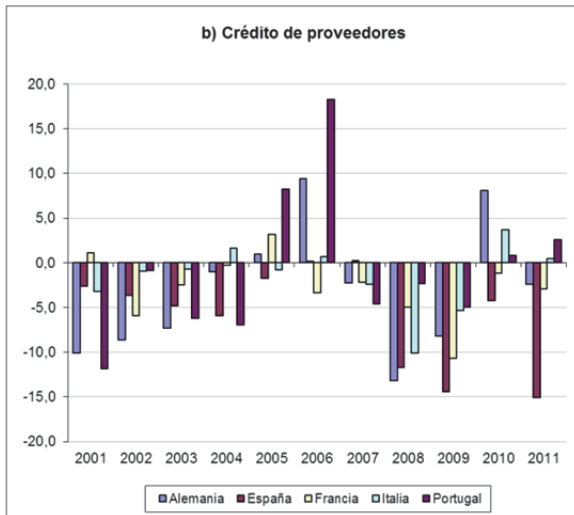
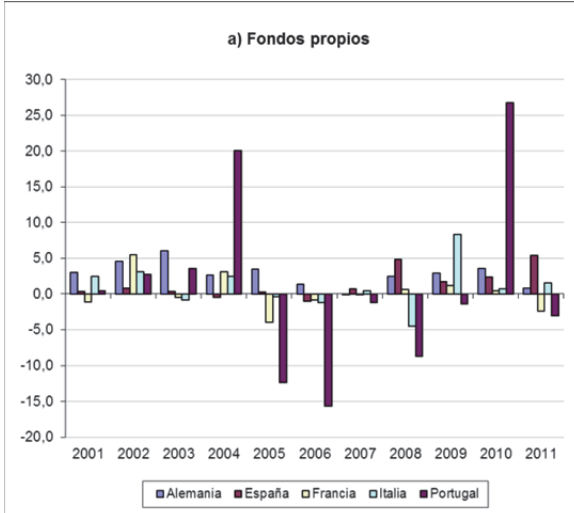
Esta base de datos permite realizar comparaciones entre países y ofrece datos anuales agregados. Pero la información no resulta apropiada para llevar a cabo comparaciones de nivel puesto que existen importantes diferencias en las fuentes estadísticas que la nutren, así como en la composición de las encuestas o la representatividad de la muestra. Aun así, permite la comparación de tendencias⁵ y evaluar los cambios producidos en los distintos países.

⁴ En España la realiza el Banco de España.

⁵ Existen importantes diferencias en el ámbito contable y fiscal por la dispar aplicación de la Directiva IV⁵ en los Estados miembros de la UE (Banco de España 2011). Esta limitación dificulta la interpretación de las tasas de variación de los diferentes componentes de la estructura de capital, puesto que no permite distinguir si los cambios se han producido por variaciones absolutas de la magnitud considerada o por variaciones del resto de variables que participan en la estructura del capital.

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DE LAS PRINCIPALES RÚBRICAS DE LA ESTRUCTURA DEL CAPITAL DE LAS PYMES 2001-2011

(tasas de variación media anual de su peso en la estructura, %)



Fuente: Elaborado a partir de BACH database

Se presenta, a continuación, una comparación de los cambios o variaciones⁶ de mayor magnitud experimentados por las variables más representativas de la estructura de capital de las pequeñas y medianas empresas: fondos propios, crédito de las entidades financieras y crédito de proveedores, en cinco estados miembros de la UE: Alemania, España, Francia, Italia y Portugal (Gráfico 1).

El análisis se extiende a lo largo del periodo 2001-2011, en el cual se distinguen dos subperiodos relevantes: el de expansión económica considerando desde 2001 hasta 2007 y cuyos rasgos generales, en el ámbito de este trabajo, fueron unos tipos de interés muy bajos, una importante expansión crediticia y un fácil acceso a la financiación ajena, frente al que discurre entre 2008 y 2011, años de crisis económica y financiera, cuyo exponente principal está siendo la restricción del crédito y las dificultades de acceso a la financiación externa por parte de las empresas. Las empresas europeas, y en concreto las pymes comunitarias, han modificado sus estructuras de capital de acuerdo a estas realidades tan opuestas, aunque se observan diferencias en función del Estado miembro de residencia.

- La importancia de los **fondos propios** dentro de la estructura del capital de las pymes manifiesta un comportamiento diferencial entre los Estados miembros considerados (Gráfico 1 a)). Así, en países como Francia o Portugal, se ha mantenido más o menos igual durante toda la década, aunque con una mayor volatilidad en Portugal; esa misma volatilidad caracteriza la evolución de los recursos propios de las pymes en Italia. En Alemania y en España, por su parte, se observa un aumento del peso de los fondos propios a lo largo del periodo considerado, aunque en Alemania el avance ha sido más intenso que en el caso español hasta el ejercicio 2007. Desde el estallido de la crisis la participación de los fondos propios en el capital de las empresas de pequeña dimensión españolas ha aumentado, llegando a protagonizar el mayor crecimiento en 2008 y 2011. El considerable aumento de la participación de los fondos propios en el capital de las pymes españolas es el resultado de dos tendencias, por un lado, la mayor ponderación relativa que adquiere

⁶ Al no cotejar los valores absolutos se superarían los problemas y las limitaciones antes apuntados ocasionados por las diferencias metodológicas o prácticas contables.

esta partida en un contexto de restricción crediticia y de caída en la financiación ajena procedente de las entidades de crédito, y por otro lado, por el mayor recurso que han podido hacer las pequeñas empresas de esta fuente de financiación propia como respuesta a las dificultades de acceso a la financiación ajena en el periodo de crisis.

- En cuanto al crédito de las instituciones financieras, solamente en el caso español se observa un marcado carácter procíclico de su participación en la estructura de financiación de las pymes (con la salvedad del ejercicio 2009). España es el único país que reduce la participación de esta rúbrica tanto en 2010 como en 2011, principalmente por la pérdida de peso del crédito a largo plazo de las entidades.

Para el resto de economías analizadas, el peso del crédito de las entidades sobre el capital de las pymes manifestó tendencias dispares. Así, en Alemania, el crédito de las entidades financieras ha venido perdiendo peso a lo largo del periodo considerado incluso durante el periodo de expansión, fundamentalmente por la menor presencia en el capital de las pymes del crédito a corto plazo; sin embargo, destaca que desde el inicio de la crisis el crédito a largo plazo no se reduce tanto, llegando incluso a aumentar en los ejercicios 2008 y 2011. Por su parte, en Francia se observa que el crédito de las entidades financieras gana peso en la estructura de capital de las pymes desde 2005, sobre todo por la mayor presencia del crédito a largo plazo, que no ha dejado de aumentar desde 2003. De hecho, resulta clave distinguir el plazo de endeudamiento de las pymes con las entidades crediticias.

A grandes rasgos se observa de manera general para todas las pymes de la UE un aumento del peso de la financiación crediticia a largo plazo durante la expansión; las pymes comunitarias se beneficiaron de la expansión crediticia que caracterizó el periodo (Gráfico 1 c)1.). Paradójicamente, tras el inicio de la crisis, y pese a la restricción financiera, el peso del crédito a largo plazo continuó aumentado. Este incremento en la participación del crédito a largo plazo en la estructura del capital de las pymes en plena crisis se explicaría, por un lado, por la

dificultad, o rigidez, que plantea desapalancarse de este tipo de créditos y, por otro lado, por el descenso de otras fuentes de financiación, principalmente del crédito a corto plazo.

Por su parte, el crédito a corto plazo redujo su peso abruptamente en 2009, y fue el primer impacto de la crisis sobre la financiación de las pequeñas empresas (Gráfico 1 c)2.). Esta financiación ajena a corto plazo resulta esencial para mantener el ejercicio normal de la actividad empresarial, sin que se produzcan problemas de liquidez en el sistema que puedan, en el medio plazo, derivar en problemas de solvencia que terminen afectando al conjunto del sistema económico y financiero (Consejo Económico y Social de España 2012). En 2010, las pymes de países como Portugal vieron como el peso de los créditos de plazos cortos aumentaban dentro de sus fuentes de financiación. Un año más tarde, en 2011, el peso del crédito financiero a corto plazo aumentó en todos los países salvo en Francia. Pero en el caso de España, el aumento en la participación del crédito a corto plazo en 2011 podría explicarse como resultado de la caída en el peso de los créditos a largo plazo; esta explicación podría aplicarse también a la estructura de capital de las pymes portuguesas.

En ambos casos, España y Portugal, el aumento del peso del crédito a corto plazo en 2011, no ha sido suficiente para aumentar el peso del crédito de las instituciones financieras en su conjunto (Gráfico 1 c)).

- El **crédito de proveedores** ha disminuido su peso en la estructura del capital de las pymes de prácticamente todos los Estados miembros (Gráfico 1 b)). En concreto, en España reduce su peso de manera considerable desde 2008, destacando un descenso superior al 15 por 100 en 2011. Desde el inicio de la crisis se observa que el crédito de proveedores ha actuado, por lo general, de modo procíclico, evolución que resulta paradójica teniendo en cuenta que el crédito comercial solía aumentar su peso como medio de financiación ajena en periodos de mayor restricción financiera (Hernández del Cos y Hernando 1998). Esta evolución se puede explicar por el elevado grado de desconfianza que en un principio se cionó al sistema financiero, pero a medida que la crisis

se hacía más larga y profunda fue creciendo y extendiéndose al resto de relaciones económicas y empresariales. De modo que este tipo de financiación, que se fundamenta en las relaciones de confianza entre clientes y proveedores, ha reducido su presencia en el patrón de financiación de las pymes europeas. Este descenso supone un importante cambio en la estructura del capital de las pymes, puesto que la financiación procedente del crédito comercial ha sido siempre una de las principales fuentes de financiación del pequeño empresariado, ya que su concesión es directa y no exige formalidades, facilitando así el tráfico comercial.

- Finalmente, y aunque su participación en el total del capital de las pymes es muy reducido, cabe hacer una breve mención a la evolución seguida por las **deudas diferidas con la Administración pública y otras deudas por periodificación**, puesto que en España el peso de esta fuente de financiación en la estructura del capital de las pymes aumentó más de un 200 por 100 en 2008, y desde entonces ha seguido aumentando aunque a un ritmo más moderado. En ningún otro caso de los países de nuestro entorno este crecimiento es tan intenso.

En definitiva, en España se observa que tras el inicio de la crisis la estructura del capital de las pymes presenta un mayor peso de los fondos propios y de las deudas periodificadas y con la Administración, mientras que el resto de fondos ajenos reducen su peso en la estructura del capital. Estas son las fuentes de financiación que han ganado peso para hacer frente tanto a la restricción crediticia ejercida por las entidades financieras desde 2008 en España, como a la crisis de confianza que ha afectado a todos los sectores institucionales, que ha desembocado en un fuerte descenso del crédito comercial.

Por lo general, se observa que desde el inicio de la crisis las pymes comunitarias han visto aumentar el peso de los fondos propios en su patrón de financiación como resultado de la restricción crediticia que ha afectado a los mercados financieros desde 2008. También de manera generalizada han recurrido en menor proporción al crédito de los proveedores como medio de financiación de su actividad corriente.

Sin embargo, respecto a la evolución del crédito de las entidades financieras, el comportamiento no ha sido tan homogéneo entre las pymes de los países analizados, siendo quizás la diferencia más significativa la manifestada entre los países más afectados por el efecto de la crisis de la deuda soberana y el resto. El crédito a largo plazo aumentó su peso en la financiación de las pymes de todos los países, salvo en España que se reduce ostensiblemente tanto en 2010 como en 2011. En este último ejercicio las pymes de los países más afectados por la crisis de la deuda soberana observaron un descenso del crédito a largo plazo en su patrón de financiación.

El crédito financiero a corto plazo redujo su peso como medio de financiación para las pymes en todos los países, sin embargo, en 2011, se detecta un cambio de tendencia en todos los Estados miembros analizados, lo que indicaría en alguno de ellos una relativa recuperación de la financiación corriente de la actividad de las pymes.

Diferencias en la estructura de financiación de las pymes frente a las grandes empresas. Análisis comparado.

Se analiza a continuación la consecuencia que ha tenido la evolución descrita en la estructura del capital de las pymes de los diferentes países sobre la situación diferencial respecto a las grandes empresas en cada uno de los Estados miembros. Es decir se examina la evolución seguida por las estructuras de capital de ambos tamaños empresariales durante el periodo 2000-2007, años de expansión económica y el de crisis iniciado en 2008 para determinar si ha existido, o no, una convergencia en dichas estructuras.

Para calificar el proceso de convergente o divergente se aplica el siguiente cálculo:

$$\left\{ \sum_{V=1}^5 |V_p - V_g| \right\} \text{año0} \neq \left\{ \sum_{V=1}^5 |V_p - V_g| \right\} \text{año1}$$

Siendo V las variables que definen la estructura del capital, que en este caso son cinco: los fondos propios, el crédito de entidades financieras a largo plazo, el crédito entidades financieras a corto plazo, otra deuda y el crédito de proveedores. V_p : serían cada una de esas variables para el caso de las pymes y V_g para el caso de las grandes empresas. Cuando en el año 1 el resultado es

menor que en el año 0 existe un proceso de convergencia y cuando es mayor el proceso es divergente.

Este análisis permitirá observar cómo ha afectado la fase de crecimiento y la crisis a la estructura de capital de ambos tipos de empresas en función del país de residencia (Cuadro 2 y Gráfico 2).

CUADRO 2
ESTRUCTURA DE FINANCIACIÓN DE LAS PYMES DE LA UE VS. LA DE LAS GRANDES EMPRESAS

	Convergencia	Divergencia
Periodo 2000-2007	España, Alemania, Francia	Italia, Portugal
Periodo de crisis 2008-2011	España, Portugal, Italia	Alemania, Francia

Fuente: Elaborado a partir de BACH database

- **Análisis del Periodo 2000-2007**

Durante el periodo 2000-2007, la estructura de financiación de las pymes manifestó una cierta convergencia en **Alemania, España y Francia**. En el caso español, este proceso de convergencia se explica por la reducción en las diferencias en la participación del crédito a corto plazo de las entidades financieras y del crédito de proveedores en la estructura del capital de las pymes, de manera que las pymes recurrirían menos intensivamente a este tipo de financiación, buscando otorgar una mayor estabilidad a su pasivo, y se apoyarían más en un endeudamiento de más largo plazo. Asimismo, también coadyuvando al proceso de convergencia, las pymes españolas aumentaron la participación de otro tipo de deudas en su capital, que siguiendo la metodología BACH, corresponden a deudas con otras empresas del grupo.

Por su parte, en Francia el proceso de convergencia fue muy acusado, de manera que la estructura del capital de las pymes y las grandes empresas en 2007 era muy similar. La mayor convergencia se explica por las menores diferencias en el peso de los fondos propios y del crédito de los proveedores, que solían tener mayor presencia en la estructura de capital de las pymes frente a la de las grandes empresas, y sobre todo por una menor diferencia en

el peso de otras deudas, que redujo su presencia en la estructura de capital de las grandes empresas francesas.

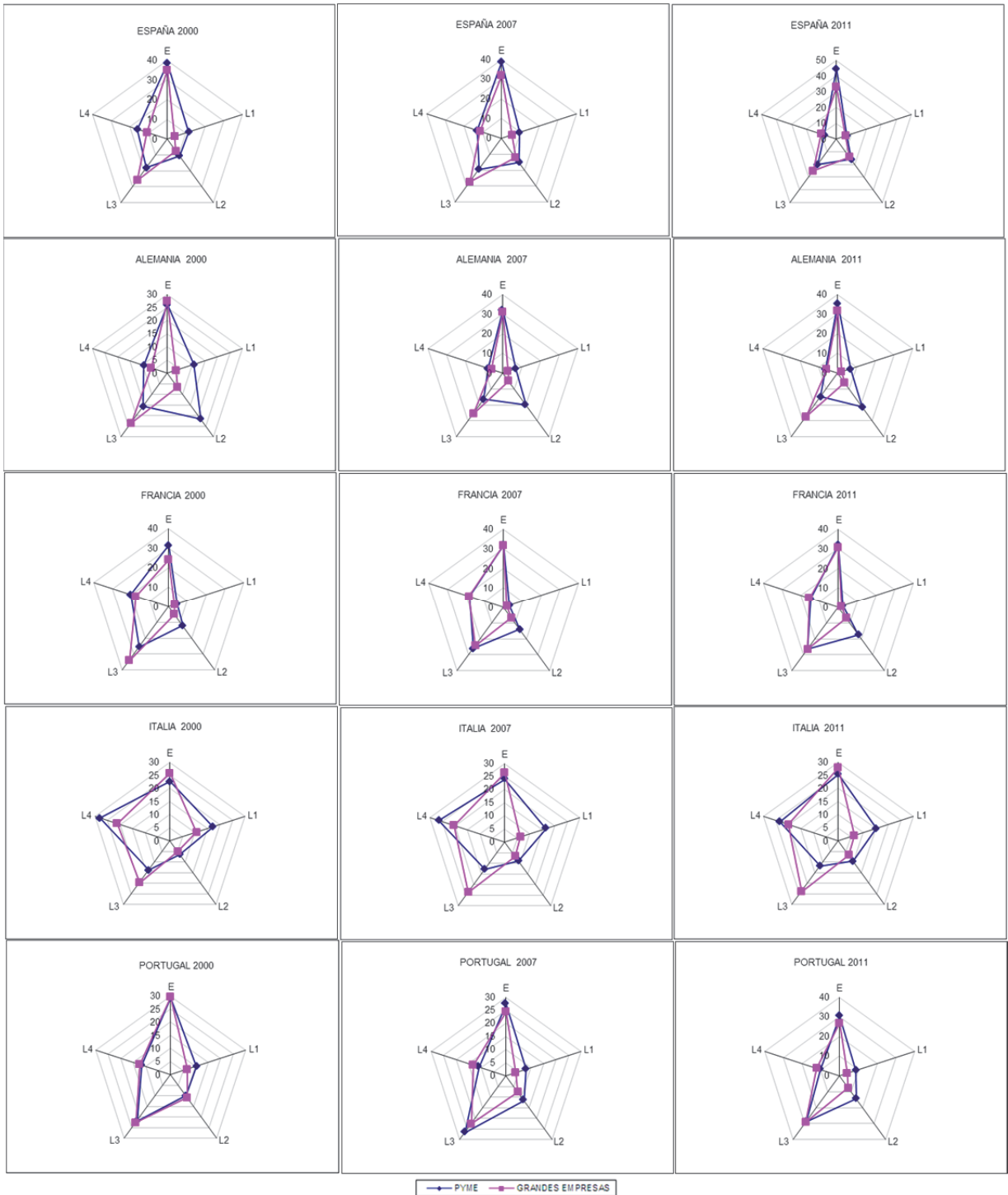
En **Italia** y **Portugal**, sin embargo, las estructuras del capital de las pymes y las grandes empresas divergieron durante el periodo de crecimiento. En el primer caso, porque aumentó el peso del crédito a corto plazo de las entidades financieras en la estructura de las pymes, que además, ya era superior a su peso en las grandes empresas. Además, las grandes empresas aumentaron la participación de otro tipo de deudas en la estructura de su capital.

En Portugal, las divergencias aumentaron porque en la estructura de las pymes ganó más peso la financiación de las entidades a largo plazo y otro tipo de deudas (principalmente con empresas del grupo) frente a su participación en el pasivo de las grandes corporaciones. Además las pymes lusas redujeron comparativamente más el recurso al crédito a proveedores durante el periodo de expansión que lo que lo hicieron las grandes empresas portuguesas.

En resumen, excepto en el caso italiano, durante el periodo 2000-2007, las pymes de los países considerados trataron de dar mayor estabilidad a su pasivo, recurriendo menos intensivamente al crédito a corto plazo y al crédito comercial, y aumentando su financiación a través de otro tipo de deudas o de crédito a largo plazo con las entidades financieras. En los casos de España, Francia y Alemania esta tendencia provocaría una mayor similitud en las estructuras de financiación de las pymes y de las grandes empresas.

GRÁFICO 2

ESTRUCTURA FINANCIERA DE LAS PYMES Y LAS GRANDES EMPRESAS EN LA UE



Nota: E: Fondos propios, L1: Crédito de entidades financieras a largo plazo, L2:Crédito entidades financieras a corto plazo, L3: Otra deuda, L4: Crédito de proveedores.
 Fuente: Elaborado a partir de BACH database

Análisis del Periodo de crisis desde 2008 hasta 2011

Sin embargo, la crisis iniciada en 2008 caracterizada por fuertes tensiones en los mercados financieros ha evidenciado las distintas características financieras de las empresas antes de la crisis; circunstancia que se revela tanto en la diferente evolución de la estructura de capital de las empresas, como de los procesos de convergencia descritos para el periodo 2000-2007.

En los casos de **Alemania** y **Francia** aumentan las diferencias en la estructura del capital tras haberse reducido durante el periodo de crecimiento. En el primer caso, la divergencia aumenta porque las grandes empresas han recurrido durante el periodo de crisis más intensivamente a la financiación a través de “Otras deudas”, mientras que las pymes que ya mantenían una situación de inferioridad en este ámbito redujeron su financiación a través de esta vía. Además, la crisis ha traído consigo un reforzamiento de la presencia de los fondos propios en el capital de ambos tipos de empresa pero más intensamente en el caso de las pymes, las cuales ya mantenían más recursos propios que sus homólogas de mayor tamaño. Finalmente, propiciando esta divergencia, aunque en menor medida, también se encuentra la participación del crédito de las entidades a corto plazo cuya utilización ha sido siempre más intensiva en el caso de las pymes y que avanzó su participación en el capital de las pequeñas empresas en los dos últimos ejercicios del periodo considerado.

Esto último explica fundamentalmente el aumento en la divergencia en la estructura del capital entre las pymes y las grandes empresas en Francia durante el periodo de crisis. El crédito financiero a corto plazo aumentó su presencia en el capital de ambos tipos de compañías, sin embargo, avanzó diferencialmente más en el caso de las pymes, que además ya presentaban una mayor dependencia de este tipo de financiación.

Por el contrario, en **Italia** y en **Portugal** se ha producido una convergencia en la estructura del capital durante el periodo de crisis. En el primer caso se explica fundamentalmente porque se reducen las diferencias en la participación del crédito financiero a largo plazo y del crédito de proveedores en el capital de las pymes y de las grandes empresas, como resultado de una reducción considerablemente mayor de estos dos tipos de financiación para el pequeño

empresariado, en los que mantenían una posición ventajosa las pymes italianas.

Por su parte, las pymes de Portugal han visto como aumentaba la participación de la partida de “Otras deudas” en su capital (probablemente deudas con otras empresas del grupo) lo que ha provocado una convergencia con la estructura de capital de las grandes. Esta convergencia no ha sido mayor porque avanzó la participación del crédito a corto plazo en el capital de las pymes, donde el pequeño empresariado luso ya tenía ventaja respecto a las grandes compañías.

- ***Análisis pormenorizado del impacto de la crisis en España***

Desde 2008 en **España** se ha seguido produciendo una convergencia en la estructura del capital de las pymes respecto a las grandes corporaciones, de manera que en 2011 sus estructuras resultaban muy semejantes. No obstante, el proceso por el que se ha llegado a esta similitud no hace sino revelar las dificultades financieras y crediticias que el conjunto de las empresas no financieras españolas ha experimentado durante este periodo de crisis.

Desde el inicio de la crisis las estructuras de capital de las pymes y las grandes empresas españolas se han aproximado sobre todo en dos partidas: “otras deudas” (que corresponden principalmente a: deudas con otras empresas del grupo y a la emisión de títulos de deuda u obligaciones) y en el crédito a corto plazo de las entidades financieras. La financiación ajena procedente de “otras deudas” ha reducido su participación en la estructura del capital de las grandes empresas, lo que ha generado una relativa convergencia en la estructura de capital con la de las pymes, puesto que las grandes corporaciones aventajaban a las pequeñas y medianas empresas en este ámbito.

Asimismo la mayor similitud en las estructuras de capital se produce por la importante pérdida de peso del crédito a corto plazo de las entidades financieras en la estructura de capital de las pymes. La considerable restricción crediticia a corto plazo experimentada por las empresas españolas, más concretamente de las pymes, instrumentada a través de, por ejemplo, pólizas de crédito o de descuento comercial, constituye un hecho diferencial respecto a lo acontecido en los otros Estados miembros objeto de análisis. El peso del

crédito a corto plazo en la estructura de capital de las pymes españolas descendió tres puntos porcentuales, mientras que en el resto de países considerados en este análisis el descenso fue inferior.

El crédito de las entidades financieras a largo plazo aumenta su peso en la estructura de capital de las pymes, probablemente como consecuencia del descenso del resto de partidas, aunque el aumento es inferior al experimentado en las grandes empresas, lo que ha supuesto un acercamiento o convergencia en las estructuras de ambos tamaños empresariales, puesto que este tipo de financiación siempre había sido utilizado más intensivamente por las pymes que por las grandes compañías.

En sentido contrario, como tendencia divergente en la estructura de capital, se observa que las pymes españolas aumentan comparativamente más su recurso a los fondos propios como reacción a la restricción crediticia característica de España en este periodo de crisis, llegando al 44,6 por 100 del total del capital de las pymes; mientras que en las grandes empresas, aunque también aumentaron sus recursos propios, representan el 33,0 por 100.

En cuanto a la financiación ajena proveniente del crédito concedido por los proveedores, se observa que el periodo de crisis ha provocado un cambio relevante en esta partida. Antes de la crisis este tipo de financiación tenía más peso en las empresas pequeñas, sin embargo, a partir de 2008 se da un importante cambio de tendencia, de modo que el crédito de los proveedores pasa a tener más presencia en la estructura de capital de las grandes empresas. Esto pone de manifiesto la diferencia en la capacidad de negociación de las empresas: para las de mayor dimensión, el crédito a proveedores constituye una variable de ajuste a las condiciones financieras del entorno, en este caso caracterizado por una importante restricción crediticia, mientras que para las pymes, es una financiación obligada a la que acuden por sus mayores dificultades para acceder a la financiación ajena (Maroto Acín 2012). Tal y como se ha comentado, el crédito de provisión como medio de financiación de las pymes ha reducido su peso a lo largo de todos los años considerados tanto en el periodo de expansión como en la crisis. Sin embargo a partir de 2008, la caída se agrava para las pymes españolas, como resultado de las deterioradas expectativas empresariales, la crisis de confianza

empresarial y las dificultades experimentadas a la hora de descontar efectos comerciales en las entidades de crédito.

En definitiva, en España ante las dificultades financieras provocadas por la crisis, se redujo la participación del crédito financiero a corto plazo y el de otras deudas en el capital de las empresas no financieras independientemente de su tamaño empresarial. Lo que diferencia a las pymes de las grandes corporaciones es el aumento de la participación de los fondos propios en su capital, tratando con ello de obtener una mayor independencia financiera de los proveedores de financiación ajena, dadas las restricciones y la falta de confianza que ha caracterizado a la economía española durante el periodo de crisis. Por su parte, las grandes empresas se han beneficiado comparativamente de una mejor reputación, un mayor poder de mercado o de las mayores garantías que ofrecen a la hora de acceder a la financiación ajena, por lo que aumentó diferencialmente más el crédito a largo plazo con las entidades de crédito españolas, como también lo hizo el crédito de comercial.

La fragilidad financiera de las pymes frente a las grandes empresas comunitarias.

La estructura financiera de las pymes comunitarias, en concreto su mayor dependencia de las entidades de crédito, junto a la menor capacidad de negociación a causa de su escaso tamaño empresarial explicarían su mayor fragilidad financiera frente a la que tienen las grandes empresas europeas.

La base de datos BACH ofrece la posibilidad de analizar esta debilidad financiera a través de un indicador que enfrenta los intereses de la deuda financiera con el EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization) es decir con los beneficios brutos antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones, y que estaría directamente relacionado con el coste y el nivel de deuda que mantienen las empresas e inversamente con la evolución del EBITDA.

Se constata que las pymes presentan una debilidad financiera mayor que la de las grandes empresas en los cinco países considerados a lo largo de todo el periodo objeto de análisis, especialmente en Portugal y en Francia (Gráfico 3).

Hasta la irrupción de la crisis, la carga financiera de la deuda representaba para las pymes europeas entre el 20 o 25 por 100 del EBITDA, excepto para el caso de las españolas donde no se llegó a superar el 20 por 100.

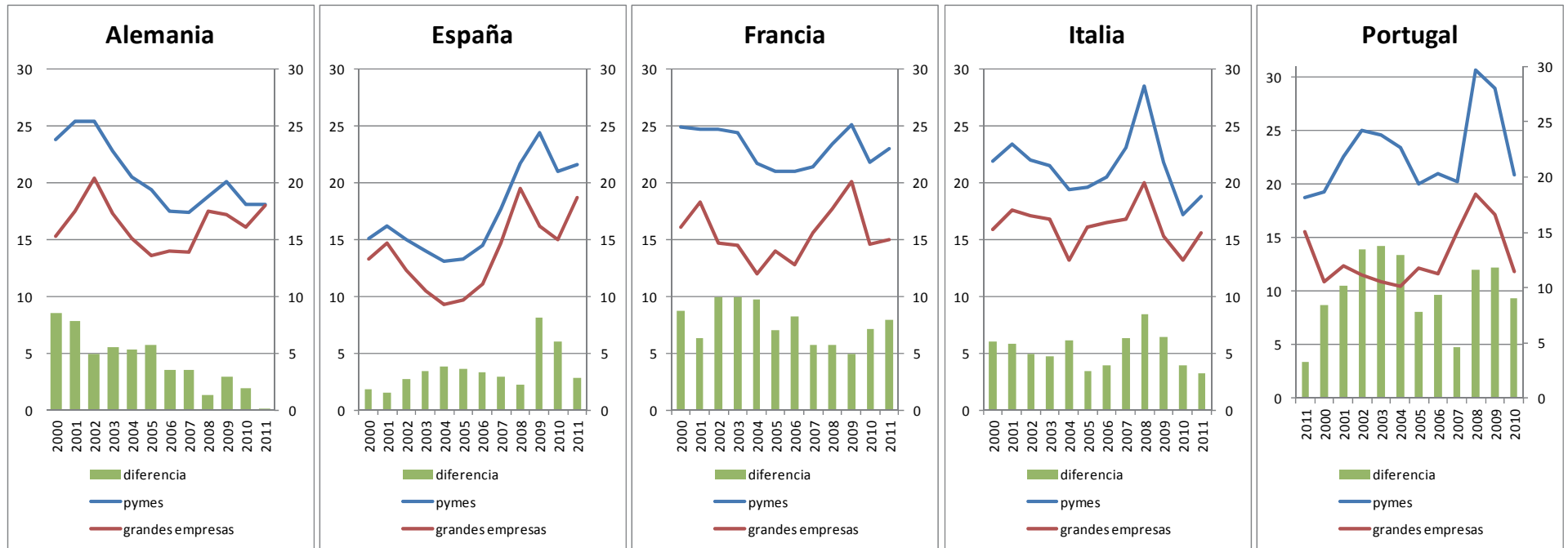
Su evolución tras 2008 y la de la diferencia con el peso de los pagos por intereses de las grandes empresas resultan reveladoras. En todos los países considerados la fragilidad financiera de las pymes alcanzó su máximo en el ejercicio 2009, mejoró al año siguiente y repuntó en 2011 (salvo en Portugal). Para comprender esta evolución cabe recordar el considerable aumento de los tipos de interés en 2008, el efecto de la recesión en 2009, así como el impacto de la crisis de la deuda pública en los mercados financieros. Ese perfil es compartido por las grandes empresas.

Por otra parte, desde 2009, la diferencia en la fragilidad financiera de las pymes y de las grandes empresas se va reduciendo, salvo en Francia. Los factores que podrían explicarlo son los siguientes: que las pymes obtuvieran mayores beneficios brutos que las grandes empresas, que disfrutaran de una rebaja de tipos de interés o que el stock de crédito dentro de su capital descendiera. De esas tres posibilidades la más plausible es la tercera, dadas las mayores dificultades de acceso al crédito para las pymes que está propiciando el desapalancamiento de este segmento empresarial, principalmente en países como España, Italia y Portugal.

Por el contrario, las pymes francesas parecen haber aumentado la vulnerabilidad financiera respecto a la de las grandes empresas. Esto podría haber sido el resultado de las medidas que las autoridades francesas han puesto en marcha casi desde el inicio de la crisis para evitar el estrangulamiento financiero de sus pymes (OCDE 2013).

GRÁFICO 3

DEBILIDAD FINANCIERA: PESO DE LOS INTERESES DE LA DEUDA FINANCIERA SOBRE EBITDA



Fuente: Elaborado a partir de BACH database

CONCLUSIÓN

Se ha discutido ampliamente en la literatura económica sobre la estructura de capital de las pequeñas y medianas empresas entendiendo que la disparidad que mantenían con las empresas de mayor tamaño las situaba en una posición de desventaja en términos de competitividad.

Sin entrar en discutir si esa diferencia se justifica por los distintos parámetros de rentabilidad o riesgo, o si más bien responde a la existencia de imperfecciones del sistema financiero relacionadas con problemas de información asimétrica, lo que parece evidente es que las grandes empresas se benefician, por lo general, de un mayor acceso a la financiación ajena. Su mayor escala les ofrece un amplio margen de maniobra para poder gestionar de manera eficiente su patrón de financiación. Las pequeñas empresas, por su parte, encuentran más limitaciones en cuanto al acceso a la financiación ajena, y cuando acceden, experimentan mayores cargas financieras; y de ahí que sus decisiones de financiación tengan como punto de partida una situación muy distinta de la de las grandes empresas.

Por consiguiente, la estructura de capital de las pymes no tiene que ser una réplica a escala de la estructura de capital de las grandes empresas. El pequeño empresariado puede mejorar su capacidad competitiva optimizando las fuentes de financiación, teniendo en cuenta tanto el coste financiero como el de oportunidad, atendiendo en todo momento a maximizar la rentabilidad financiera de la empresa. Frente a la gran empresa, las pymes se enfrentan a la circunstancia, tal y como se ha expuesto, de que los tipos de interés suelen presentar un sesgo en perjuicio de los créditos de menor tamaño, lo que supone un reto añadido a la hora de que su endeudamiento sea amplificador de la rentabilidad financiera (Melle Hernández 2000).

En este sentido, el análisis recogido en el trabajo pondría de manifiesto que en la mayor parte de los países analizados el patrón de financiación de las pymes, en lugar de optimizar su capacidad competitiva, las ha hecho más vulnerables a la crisis; principalmente por su mayor dependencia del crédito de las entidades financieras tanto a corto como, sobre todo, a largo plazo.

Durante el periodo de expansión las pymes habrían apostado, con el objetivo de dar mayor estabilidad al pasivo, por aumentar el peso del crédito financiero a largo plazo en su capital en detrimento de la financiación a corto plazo, tanto explícita (crédito a corto plazo con las entidades) como implícita (principalmente el crédito comercial). Mientras, en ese mismo periodo, las grandes empresas, además de beneficiarse del elevado crédito bancario, recurrieron directamente a los mercados de capitales, lo que les permitió reducir su dependencia de las entidades financieras. Las empresas de mayor tamaño aumentaron su poder de negociación frente a la banca, mientras que las empresas pequeñas, con una elevada dependencia de la financiación bancaria, debilitaron su posición a la hora de negociar con las entidades financieras. Esta desigualdad en el poder de negociación pasaría a ser fundamental en un contexto caracterizado por una importante restricción de liquidez.

Durante los años de crisis, las mayores exigencias impuestas a las entidades financieras para aumentar su solvencia junto a las ingentes necesidades de financiación del sector público han provocado una considerable restricción del crédito hacia el sector privado, tanto a las economías domésticas como hacia las empresas no financieras, y muy particularmente, a las pymes. Esto ha sido más evidente en los países que más han sufrido las consecuencias de la crisis de la deuda soberana, entre los que se encuentra España.

La crisis de la deuda soberana y su impacto en un sector financiero ya bastante debilitado por la adversa situación económica contribuiría a intensificar la aversión al riesgo de las entidades afectando negativamente a su oferta de crédito (OCDE 2013). Se ha identificado que los países en los que los intereses de la deuda pública aumentaron (debido a la presión sobre la prima de riesgo ejercida en los mercados financieros) las condiciones crediticias para el sector privado se volvieron, por lo general, mucho más restrictivas.

En concreto, en España, esta restricción del crédito a las pymes por parte de las entidades financieras, además de afectar a nivel de competitividad, supone un grave obstáculo a su desarrollo y supervivencia ya que incrementa su vulnerabilidad financiera, sobre todo teniendo en cuenta el escaso desarrollo de otras fuentes de financiación en España, como podría ser el recurso directo al mercado de capitales o a las redes de inversores privados.

BIBLIOGRAFÍA:

- BACH database. « BACH database: ECCBSO, Banco de España, Banco de Portugal, Banque de France, Czech National Bank (in cooperation with the Czech Statistical Office), National Bank of Belgium, National Bank of Poland (on the basis of the data from the Central Statistical Office), Centraal Bureau voor de Statistiek (the Netherlands), Central dei Bilanci-Cerved sri, Deutsche Bundesbank, Statec Luxembourg, National Bank of Slovakia, Oesterreichische Nationalbank.»
- Banco de España. *Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras. Suplemento metodológico*. 2011.
- BCE. «Corporate finance in the euro area.» *Occasional Paper Series*, nº 63 (june 2007).
- BCE. «Financiación de las pequeñas y medianas empresas en la zona del euro.» *Boletín Mensual*, 2007: 81-94.
- Berger, A.N., y G. F. Udell . «Relationship lending and lines of credit in small firm finance.» *Journal of Business* 98, nº 3 (1995): 351-381.
- Boot, Arnoud W.A. «Relationship Banking: What Do We Know?» *Journal of Financial Intermediation* 9 (2000): 9-25.
- Cieply, M., y S. Grondin. «Expertise et contrôle des risques – PME par le chargé de clientèle entreprises: une alternative au rationnement.» *Revue d'économie financière*, nº 54 (1999): 59-78.
- Comisión Europea. *Small Business Act for Europe. (SBA) Fact Sheet*. 2012.
- Consejo Económico y Social de España. *Memoria socioeconómica y laboral de España*. 2012.
- Cressy, R, y Ch. Oloffson. «European SME Financing: An Overview.» *Small Business Economics*, 1997.
- Hernández del Cos, P, y I Hernando. — *El crédito comercial en las empresas manufactureras españolas*. Vol. Documento de trabajo del Servicio de Estudios nº 9810 . Banco de España, 1998.
- Maroto Acín, Juan Antonio. «Estructura financiera de la pyme y su inflexión en la recesión.» En *Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación*, de Fundación de Estudios Financieros. 2012.
- Melle Hernández, Mónica. «El coste de la financiación ajena para las empresas y su efecto sobre la rentabilidad: ¿Es irrelevante la dimensión empresarial?» *Cuadernos de Estudios Empresariales*, nº 10 (2000): 137-163.

Myers, y Majluf. «Corporate financing and investment decision when firms have information investors do not have.» *Journal of Financial Economics* 13 (1984): 187-222.

OCDE. *Financing SMEs and Entrepreneurs 2013. An OECD Scoreboard*. 2013.

OCDE. «The SME Financing Gap.» Volumen I: Theory and evidence SMEs (2006).

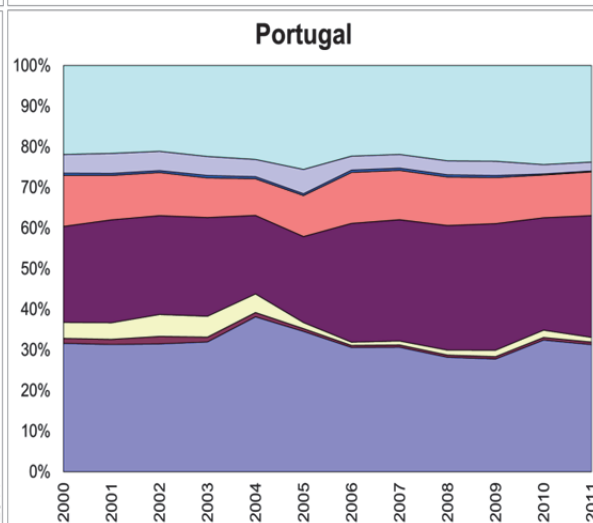
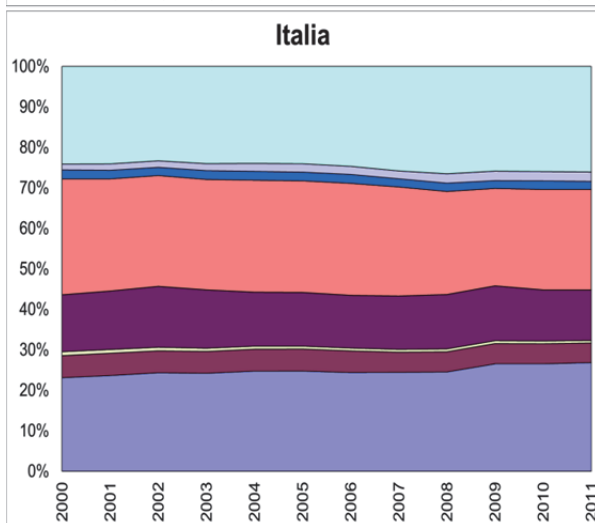
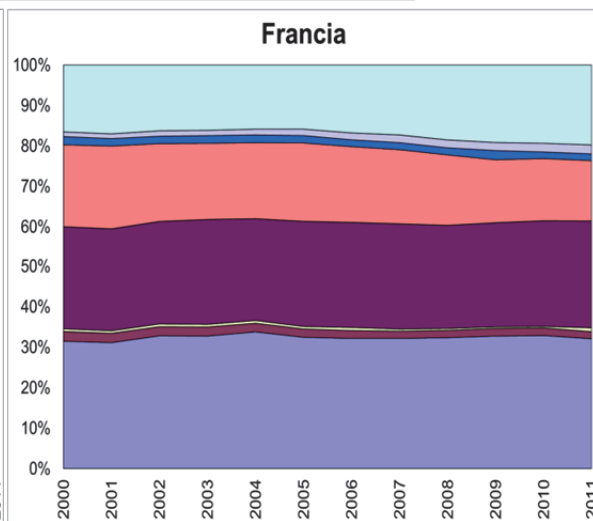
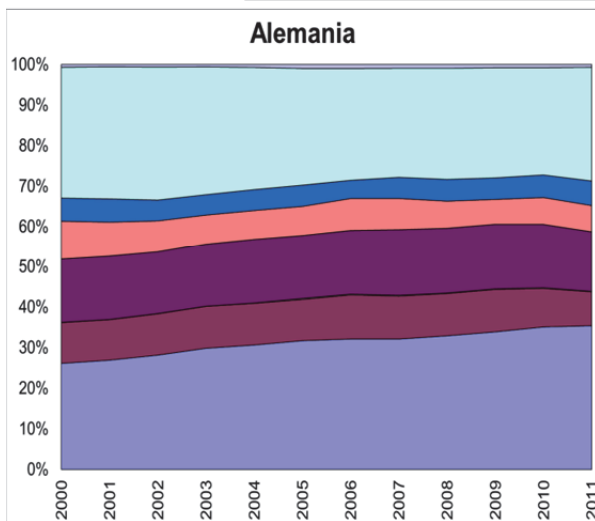
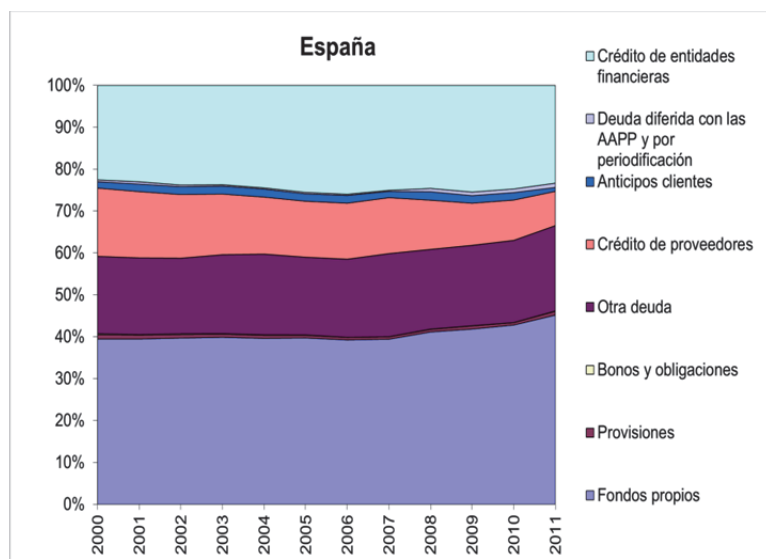
Perez, F. (dir). *Banca relacional y capital social en España*. Fundación BBVA, 2006.

Stiglitz, J.E., y A. Weiss. «Credit Rationing in Markets with Imperfect Information .» *American Economic Review* 71, nº 3 (1981): 393-410.

Williamson, S.D. «Costly monitoring, financial intermediation and equilibrium credit rationing.» *Journal of Monetary Economics* 12 (1986): 158-179.

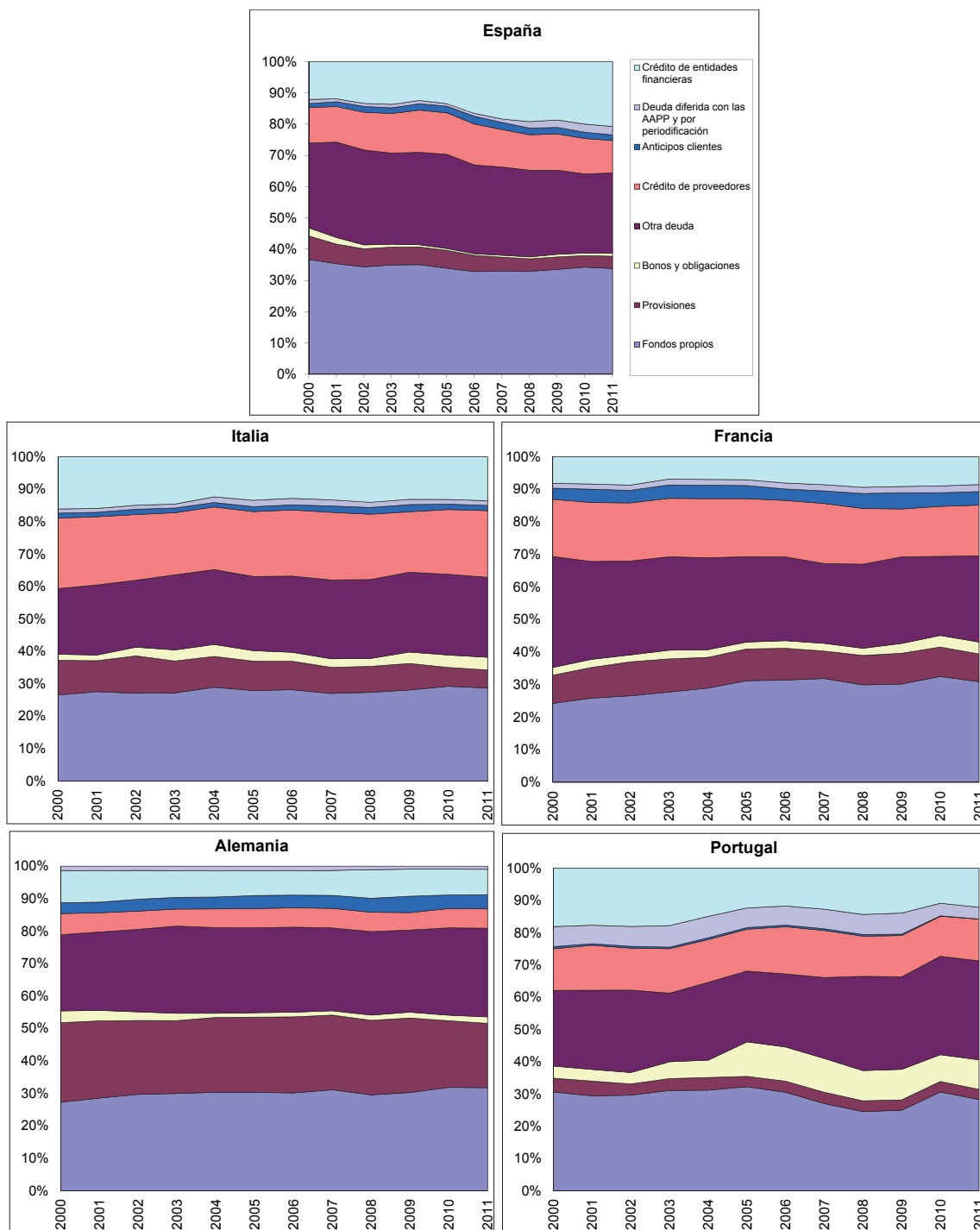
Yan, Y. «Credit rationing, bankruptcy cost and optimal debt contract for small business.» *Working Paper, Federal Reserve Bank of Cleveland*, 1996.

ANEXO 1: EVOLUCIÓN DEL PESO DE LAS PRINCIPALES RÚBRICAS DE LA ESTRUCTURA DEL CAPITAL DE LAS PYMES 2001-2011



Fuente: Elaborado a partir de BACH database

ANEXO 2: EVOLUCIÓN DEL PESO DE LAS PRINCIPALES RÚBRICAS DE LA ESTRUCTURA DEL CAPITAL DE LAS GRANDES EMPRESAS 2001-2011



Fuente: Elaborado a partir de BACH database