



***FACTORES CLAVES DEL NIVEL DE ENDEUDAMIENTO  
DEL SECTOR DEL CALZADO***

**Miguel A. Acedo  
Juan C. Ayala  
J. Eduardo Rodríguez**

# 1. INTRODUCCIÓN

## Eficiencia

El **nivel de eficiencia** logrado en la gestión de las empresas es un tema recurrente en la literatura financiera, pero no por ello carente de interés en nuestros días.

La revisión de la literatura financiera sobre esta materia sugiere que es preciso seguir realizando avances:

- tanto en su **medición**, revisando los índices simplificados utilizados,
- como en el diseño de **modelos económicos explicativos** que recojan, lo más sencillamente posible, las principales variables que influyen en su comportamiento.

En este sentido, las relaciones observadas entre las **rentabilidades** de las empresas y las variables por las que podrían estar influidas:

- entorno económico,
  - sector al que pertenece la empresa,
  - localización geográfica, distrito industrial,
  - dimensión de la compañía,
  - características tangibles e intangibles que definen a la empresa, etc.
- han aportado resultados muy diversos.



## 1. INTRODUCCIÓN

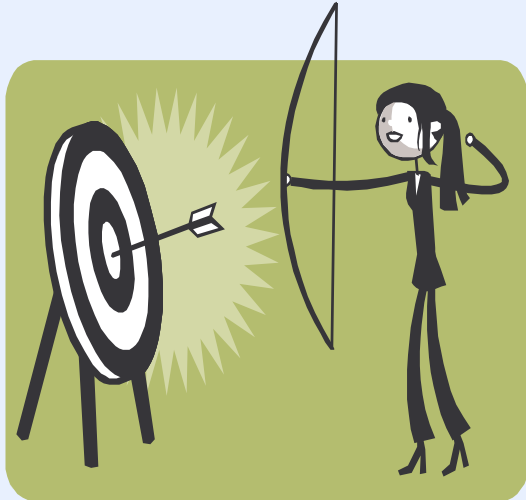
**Variables explicativas** → **Eficiencia**

Se han observado relaciones tanto **directas** como **indirectas** e incluso **ausencia de relación** estadísticamente significativa, dependiendo:

- de las características de la muestra utilizada (tamaños empresariales, ubicación geográfica por regiones o países)
- o de los períodos
- y sectores analizados.



# 1. INTRODUCCIÓN



El objetivo que nos hemos planteado en este trabajo es analizar la posible influencia:

- del **entorno macroeconómico** global,
- de la **localización geográfica** por distritos industriales,
- así como del **tamaño empresarial** (micro, pequeña, mediana y gran empresa)

sobre la **eficiencia** en la gestión de las empresas fabricantes de calzado españolas

Análisis del **nivel de endeudamiento** por su influencia sobre la eficiencia empresarial



# 1. INTRODUCCIÓN

## ENTORNO MACROECONÓMICO



El entorno macroeconómico y la coyuntura económica existente en un determinado periodo de tiempo influyen en el **nivel de competitividad** de las actividades empresariales y en la explicación de las **rentabilidades** obtenidas por las empresas.

Bajo el fenómeno de la **globalización** y la **liberalización** de los mercados, la **eficiencia** de las empresas depende en buena medida de **factores externos**, fuera de su control, como son:

- la **evolución del ciclo económico** existente,
- la **posición de la competencia** y las oscilaciones de la **demanda** (el calzado se trata de un producto de consumo, cuyas ventas se ven influidas por las condiciones climatológicas y muy vinculadas a la moda).

# 1. INTRODUCCIÓN

## LOCALIZACIÓN GEOGRÁFICA

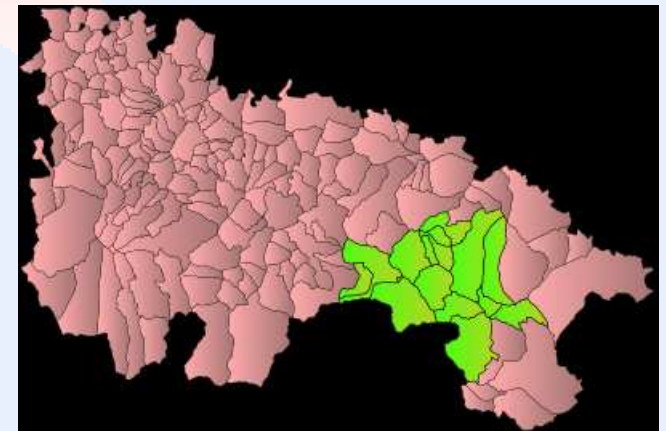


El desarrollo de la actividad y la localización geográfica de las empresas en un determinado territorio, en **distritos industriales** o **clusters industriales**, también puede ser otro factor relevante en la explicación de las tasas de **eficiencia** alcanzadas

Distritos: Comunidad Valenciana, La Rioja y otros

Es preciso tener presente que la concentración de empresas en un determinado territorio permite disfrutar de determinadas **ventajas** con respecto de otros centros productivos apartados del núcleo, como son:

- **interrelación** de las empresas,
- difusión y creación del **conocimiento y saber hacer** en un determinado territorio,



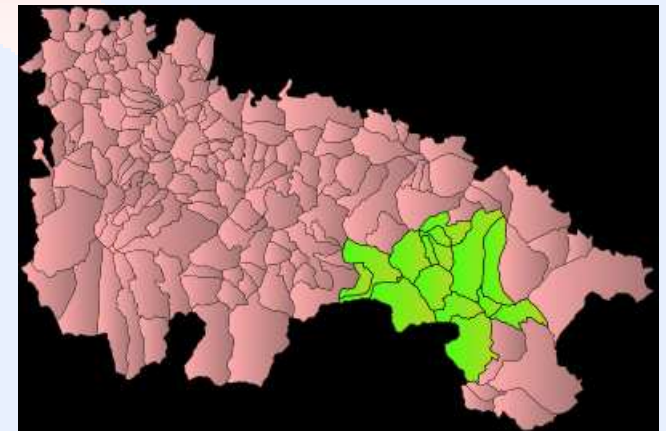
# 1. INTRODUCCIÓN

## LOCALIZACIÓN GEOGRÁFICA

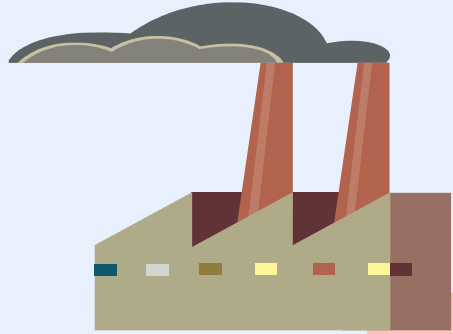


- cualificación profesional y experiencia de los **equipos humanos** en estas actividades
- propagación de las **particularidades tecnológicas** del sector para desarrollar una actividad concreta,

- esfuerzo público específico en **I+D+i** y de las asociaciones empresariales implicadas,
- desarrollo de **industria auxiliar**,
- posibilidad de llevar a cabo **estrategias de cooperación y alianzas**,
- conocimiento y cercanía de los **modelos organizativos** presentes en el distrito y de las buenas prácticas,



# 1. INTRODUCCIÓN

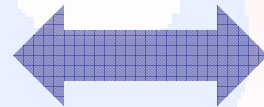


## TAMAÑO

El **tamaño empresarial** puede ser otro factor explicativo del nivel de eficiencia

La relación entre la dimensión empresarial y su rentabilidad es un tema frecuentemente tratado y, sin embargo, no existe un consenso básico sobre cómo dicho tamaño influye en la rentabilidad.

Tamaño



Rentabilidad





# 1. INTRODUCCIÓN

## TAMAÑO

La mayor parte de las empresas fabricantes de calzado son:

- pymes y
  - familiares,
- características que les dota de rasgos

diferenciales de las empresas de gran dimensión y que pueden estar muy presentes en la explicación de la **eficiencia** conseguida por éstas.



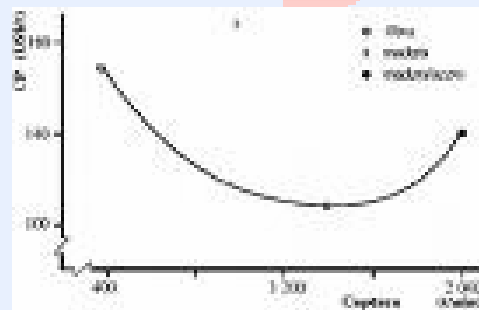
**E  
f  
i  
c  
i  
e  
n  
c  
i  
a**

# 1. INTRODUCCIÓN

## TAMAÑO

Argumentos que relacionan un **mayor tamaño con unas mejores rentabilidades** se basan en:

- la posibilidad de acudir a proyectos de gran escala por parte de las grandes empresas



- la eficiencia derivada de la existencia de economías de escala

- en el mayor poder de mercado y capacidad de negociación



- o en su mayor facilidad para acudir a los mercados internacionales.

# 1. INTRODUCCIÓN

## TAMAÑO



En este sentido y dada la importancia progresiva que en el sector del calzado tienen las **exportaciones**, son las medianas y grandes empresas las que reúnen las características necesarias en cuanto a **personal especializado**, **conocimientos**, introducción de **innovaciones** y **recursos financieros** para afrontar con éxito la internacionalización.

Además, dichos **recursos y capacidades** con los que cuentan las empresas de mayor dimensión también pueden ser empleados para desarrollar distintas **políticas comerciales** y de **comunicación**, que le permitan mejorar de forma rentable su **imagen de marca** como distintivo diferenciador, aportando valor añadido a su producto.

Marca

# 1. INTRODUCCIÓN

## TAMAÑO

**Argumentos en contra** de la relación directa entre dimensión de las organizaciones y rentabilidad también han aparecido, apoyados en las ventajas específicas de las pymes.

Entre las ventajas que disfrutan las pequeñas empresas, que pueden reflejarse en su rentabilidad, tenemos:

- Una mayor flexibilidad, dinamismo y capacidad de adaptación a los cambios del sector



- Mayor motivación para la consecución de resultados, al ser la mayoría empresas familiares y, por tanto, con menor conflicto de intereses



- Sistemas informales de comunicación internos

- Menor burocracia

# 1. INTRODUCCIÓN

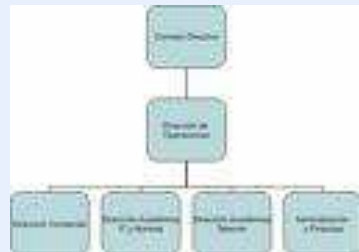
## TAMAÑO

- Mayor proximidad y conocimiento de las necesidades del consumidor



- Cercanía en la gestión de recursos humanos

- Fuerte implicación de la familia y los empleados



- Baja complejidad del organigrama de las empresas etc.

Estas ventajas competitivas específicas de las pymes les permitirá la obtención de unas mayores rentabilidades, en comparación con las de mayor dimensión.

## 2.- MÉTODO



Información contable pública individualizada (balance y cuenta de resultados normalizados),  
Base de datos: Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI) que depositan obligatoriamente las empresas españolas (industriales, comerciales y de servicios) en los Registros Mercantiles,

**Cuadro nº. 1. Ficha técnica**

CARACTERÍSTICAS	Muestra
Universo	3.092 empresas pertenecen al sector del calzado
Ámbito geográfico	España
Tamaño muestral	1.588 empresas españolas
Error muestral*	± 1,75 %
Nivel de confianza	95,5 % (k = 2)
Diseño muestral	Muestreo por criterio o juicio.

\* Nota: Error orientativo, puesto que el muestreo no es probabilístico

## 2.- MÉTODO

Cuadro n°. 2. Principales indicadores de la muestra y población de empresas en el 2004

<i>Calzado</i>	<i>Año 2004</i>			
	<i>Ventas*</i>	<i>Activos*</i>	<i>Nº emplead</i>	<i>Nº empres</i>
<b>Total Muestra</b>	2.656.765	1.448.808	24.220	1.588
<b>Representatividad</b>	82,72%	82,03%	63,06%	51,36%
<b>Total población</b>	3.211.755	1.766.155	38.406	3.092

\* En miles de €

La **representatividad de la muestra** en relación con la población objeto de estudio es alta. Las 1.588 empresas españolas que forman parte de la muestra (51,36% de las empresas que registran sus estados contables en el Registro Mercantil)

- han invertido en activos por importe de 1.448,81 millones de euros (82,03% del total),
- generando un importe de ventas netas de 2.656, 76 millones de euros (82,72% del total) y
- emplean en su conjunto a 24.220 trabajadores (63,06%).



## 2.- MÉTODO

Cuadro n.º 3. Distribución por tamaños de las empresas según los límites de la U.E.

Variables	Micro	Pequeñas	Medianas	Gran Empresa
Activos*	$X < 2.000$	$[2.000 \leq X \leq 10.000]$	$[10.000 < X \leq 43.000]$	$X > 43.000$
Ventas*	$X < 2.000$	$[2.000 \leq X \leq 10.000]$	$[10.000 < X \leq 50.000]$	$X > 50.000$
Empleados	$[X \leq 9]$	$[10 \leq X \leq 49]$	$[50 \leq X \leq 249]$	$X \geq 250$

\* En miles de €

La clasificación por tamaños se ha establecido a partir de tres variables:

- Total de activos



- Volumen de negocios



- Número de empleados



Así se conjuga la utilización de una medida basada tanto en el output empresarial como en los inputs empleados.



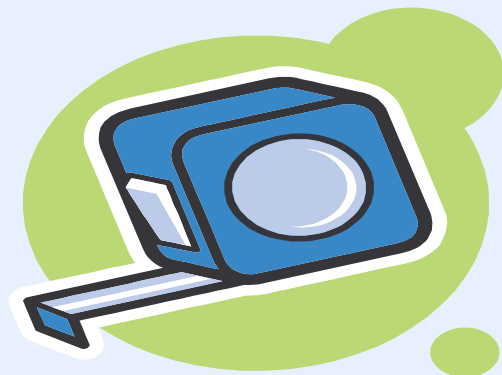
## 2.- MÉTODO

Cuadro n.º 3. Distribución por tamaños de las empresas según los límites de la U.E.

Variables	Micro	Pequeñas	Medianas	Gran Empresa
Activos*	$X < 2.000$	$[2.000 \leq X \leq 10.000]$	$[10.000 < X \leq 43.000]$	$X > 43.000$
Ventas*	$X < 2.000$	$[2.000 \leq X \leq 10.000]$	$[10.000 < X \leq 50.000]$	$X > 50.000$
Empleados	$[X \leq 9]$	$[10 \leq X \leq 49]$	$[50 \leq X \leq 249]$	$X \geq 250$

\* En miles de €

Ello permite, utilizando los límites de la **clasificación por tamaños de las empresas de la Unión Europea** en la recomendación de la comisión 2003/361/CE, clasificar la totalidad de las empresas que forman parte de la muestra en 4 grupos: microempresas, pequeñas, medianas y grandes empresas .



Cada una de las empresas estudiadas se ha considerado dentro de una determinada categoría de tamaño siempre que cumpla en un determinado ejercicio 2 de los 3 criterios exigidos.

## 2.- MÉTODO

Cuadro nº. 4. N° empresas del sector del calzado en el año 2004 por distritos industriales y tamaños

	Distrito	Micro	Pequeña	Mediana	Grande	Total	%
1	C.Valencia	762	267	15		1.044	65,74%
2	Zaragoza	62	16	1		79	4,97%
3	La Rioja	64	36	5		105	6,61%
4	Murcia	45	9	1		55	3,46%
5	Andalucía	17				17	1,07%
6	CLM	131	48	2		181	11,40%
7	Baleares	52	14	5		71	4,47%
8	Cataluña	11	4			15	0,94%
9	Otros	17	3		1	21	1,32%
	<b>Total</b>	1.161	397	29	1	1.588	100,00%
	%	73,11%	25,00%	1,83%	0,06%	100,00%	

Reducida dimensión de las empresas del sector del calzado Español, ya que se estructura básicamente en microempresas y pequeñas empresas, tanto si se considera a nivel nacional como por distritos industriales de calzado.

Menos del 2% son medianas y grandes empresas.

Por otro lado, la Comunidad Valenciana concentra más del 65% de las empresas españolas fabricantes de calzado.

## 2.2.- DEFINICIÓN DE LAS VARIABLES

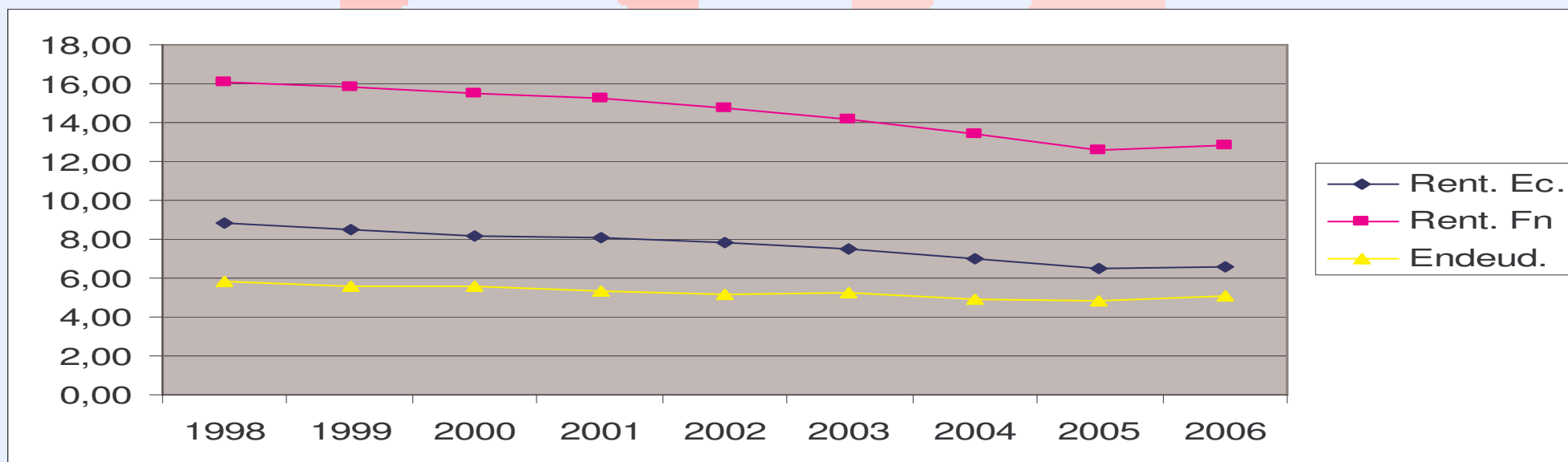
Cuadro n°. 5. Definición de las variables

Variables	Formulación
Rentabilidad Económica	$\frac{\text{Beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT)}}{(ATN_{t-1} + ATN_t) / 2}$
Rentabilidad Financiera	$\frac{\text{Beneficio antes de impuestos (BAT)}}{(NP_{t-1} + NP_t) / 2}$
Endeudamiento	$\frac{\text{Deuda}}{\text{Fondos Propios}}$

### 3.- RESULTADOS ALCANZADOS

Cuadro. Rentabilidad económica, rentabilidad financiera y endeudamiento del calzado español

Año	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Media
Rent. Ec.	8,84	8,51	8,16	-2.29	7,80	7,48	6,99	6,50	6,55	7,66
Rent. Fn	16,10	15,84	15,51	-3.30	14,77	14,20	13,44	12,61	12,81	14,50
Endeud.	5,82	5,58	5,58	5,30	5,20	5,22	4,93	4,83	5,05	5,28



$$R.F. = R.E. + (R.E. - i) \times \frac{\text{Deuda}}{\text{Fondos Propios}}$$

### 3.- RESULTADOS ALCANZADOS

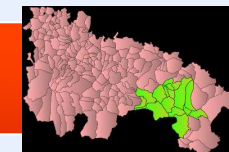


#### Análisis de la varianza de las rentabilidades empresariales del sector del calzado Español

Sector: Calzado	<i>Factores</i>					
Var. dependiente:	<b>Tiempo</b>		Distrito industrial (9)		Tamaño (Micro, ...,Mediana)	
<b>Rentab. económica</b>	<b>F</b>	<b>Levene</b>	<b>F</b>	<b>Levene</b>	<b>F</b>	<b>Levene</b>
Estadístico	8,384	1,542	9,460	4,510	10,839	5,844
p-valor	<b>0,000</b>	0,160	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,001</b>
<b>Margen económico</b>						
Estadístico	2,716	0,522	6,729	0,703	2,466	13,457
p-valor	<b>0,013</b>	0,792	<b>0,000</b>	0,550	<b>0,042</b>	<b>0,000</b>
<b>Rotación</b>						
Estadístico	2,929	6,237	2,245	1,631	0,081	2,921
p-valor	<b>0,007</b>	<b>0,000</b>	<b>0,022</b>	0,180	0,970	<b>0,003</b>
<b>Rentab. Financiera</b>						
Estadístico	0,167	0,836	43,624	173,977	3899,102	1941,123
p-valor	0,986	0,542	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>

El factor “**entorno general** y la coyuntura económica de estos últimos años” han influido en los beneficios económicos obtenidos por las empresas

### 3.- RESULTADOS ALCANZADOS



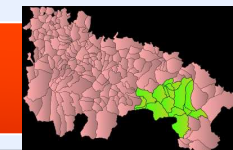
#### Análisis de la varianza de las rentabilidades empresariales del sector del calzado Español

Sector: <b>Calzado</b>	<i>Factores</i>					
Var. dependiente:	<b>Tiempo (1998,...,2006)</b>		<b>Distrito industrial</b>		<b>Tamaño (Micro, ...,Mediana)</b>	
<b>Rentab. económica</b>	<b>F</b>	<b>Levene</b>	<b>F</b>	<b>Levene</b>	<b>F</b>	<b>Levene</b>
Estadístico	8,384	1,542	9,460	4,510	10,839	5,844
p-valor	<b>0,000</b>	0,160	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,001</b>
<b>Margen económico</b>						
Estadístico	2,716	0,522	6,729	0,703	2,466	13,457
p-valor	<b>0,013</b>	0,792	<b>0,000</b>	0,550	<b>0,042</b>	<b>0,000</b>
<b>Rotación</b>						
Estadístico	2,929	6,237	2,245	1,631	0,081	2,921
p-valor	<b>0,007</b>	<b>0,000</b>	<b>0,022</b>	0,180	0,970	<b>0,003</b>
<b>Rentab. Financiera</b>						
Estadístico	0,167	0,836	43,624	173,977	3899,102	1941,123
p-valor	0,986	0,542	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>

1. Comunidad Valenciana; 2. Zaragoza; 3. La Rioja; 4. Murcia; 5. Andalucía; 6. CLM; 7. Baleares; 8. Cataluña

El **distrito industrial** al que pertenezca la empresa también se muestran relevantes en la explicación de las tasas de actividad obtenidas por las empresas de calzado analizadas y, en consecuencia, con las rentabilidades económicas y financieras medias obtenidas.

### 3.- RESULTADOS ALCANZADOS

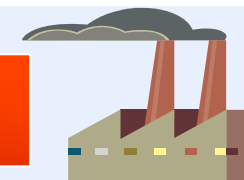


<i>Rentab. Económica</i>		1	2	3	4	5	6	7	8
2	Dif. Media	0,019	La ubicación de la empresa de calzado en un determinado distrito industrial influye en la rentabilidad económica y financiera media lograda por las empresas del sector del calzado español en el periodo analizado.						
	Sig.	<b>0,001</b>							
3	Dif. Media	-0,006	Ello parece apuntar que el distrito industrial proporciona importantes economías de experiencia y saber-hacer, difunde rápidamente los avances tecnológicos y la cultura empresarial, permite la cooperación de empresas, aglutina actividades bajo un plan estratégico y permite recibir políticas públicas específicas de acuerdo a las necesidades e intereses del sector, condicionando todo ello el desarrollo de la actividad y afectando a la productividad de las empresas y a los resultados alcanzados por éstas						
	Sig.	1,000							
4	Dif. Media	0,001	-0,018	0,007					
	Sig.	1,000	0,628	1,000					
5	Dif. Media	9.4%,	0,031	9.8%,					
	Sig.	4.3%	<b>0,000</b>	4.3%					
6	Dif. Media	9.4%,	0,000	9.8%,					
	Sig.	7.3%	1,000	7.3%					
7	Dif. Media	0,004	-0,015	0,010					
	Sig.	1,000	0,268	0,911					
8	Dif. Media	0,010	-0,009	0,015					
	Sig.	1,000	1,000	0,950					
9	Dif. Media	0,019	0,000	0,025					
	Sig.	0,442	1,000	0,175					

1 (Comunidad Valenciana), 2 (Zaragoza), 3 (La Rioja), 4 (Murcia), 5 (Andalucía), 6 (CLM), 7 (Baleares), 8 (Cataluña), 9 (Otros)

La **rentabilidad económica** media lograda por las empresas del distrito 1 (Comunidad Valenciana) y 3 (La Rioja) son significativamente superiores de la obtenidas por las empresas andaluzas y de Castilla La Mancha.

### 3.- RESULTADOS ALCANZADOS



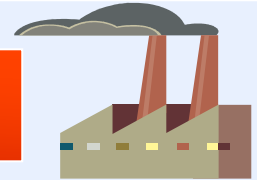
#### Análisis de la varianza de las rentabilidades empresariales del sector del calzado Español

Sector: Calzado	<i>Factores</i>					
Var. dependiente:	Tiempo (1998,...,2006)		Distrito industrial (9)		Tamaño	
Rentab. económica	F	Levene	F	Levene	F	Levene
Estadístico	8,384	1,542	9,460	4,510	10,839	5,844
p-valor	<b>0,000</b>	0,160	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,001</b>
Margen económico						
Estadístico	2,716	0,522	6,729	0,703	2,466	13,457
p-valor	<b>0,013</b>	0,792	<b>0,000</b>	0,550	<b>0,042</b>	<b>0,000</b>
Rotación						
Estadístico	2,929	6,237	2,245	1,631	0,081	2,921
p-valor	<b>0,007</b>	<b>0,000</b>	<b>0,022</b>	0,180	0,970	<b>0,003</b>
Rentab. Financiera						
Estadístico	0,167	0,836	43,624	173,977	3899,102	1941,123
p-valor	0,986	0,542	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>

El **tamaño empresarial** también se muestran relevantes en la explicación de las tasas de actividad obtenidas por las empresas de calzado analizadas y, en consecuencia, con las rentabilidades económicas y financieras medias obtenidas.



### 3.- RESULTADOS ALCANZADOS



Cuadro Pruebas post-hoc de las rentabilidades por tamaños empresariales. Test de Tamhane

Rentab. económica		Micro	Pequeña
Pequeña	Dif. Media	8.6%,	
	Sig.	9.3%	
Mediana	Dif. Media	8.6%,	-0,018
	Sig.	11%	0,284
Rentab. financiera		Micro	Pequeña
Pequeña	Dif. Media	23%,	
	Sig.	27.2%	
Mediana	Dif. Media	23%,	-948,090
	Sig.	18.1%	<b>0,000</b>

La rentabilidad económica y financiera media lograda por las **microempresas** es significativamente distinta del de las pequeñas y medianas.

La R.E. de las microempresa (8,6%) es significativamente inferior a la de las pequeñas (9,3%) y medianas (11%).

La R.F. de las microempresa (23%) es significativamente inferior a la de las pequeñas (27,2%) y superior a la de las medianas (18,1%).

### 3.- RESULTADOS ALCANZADOS

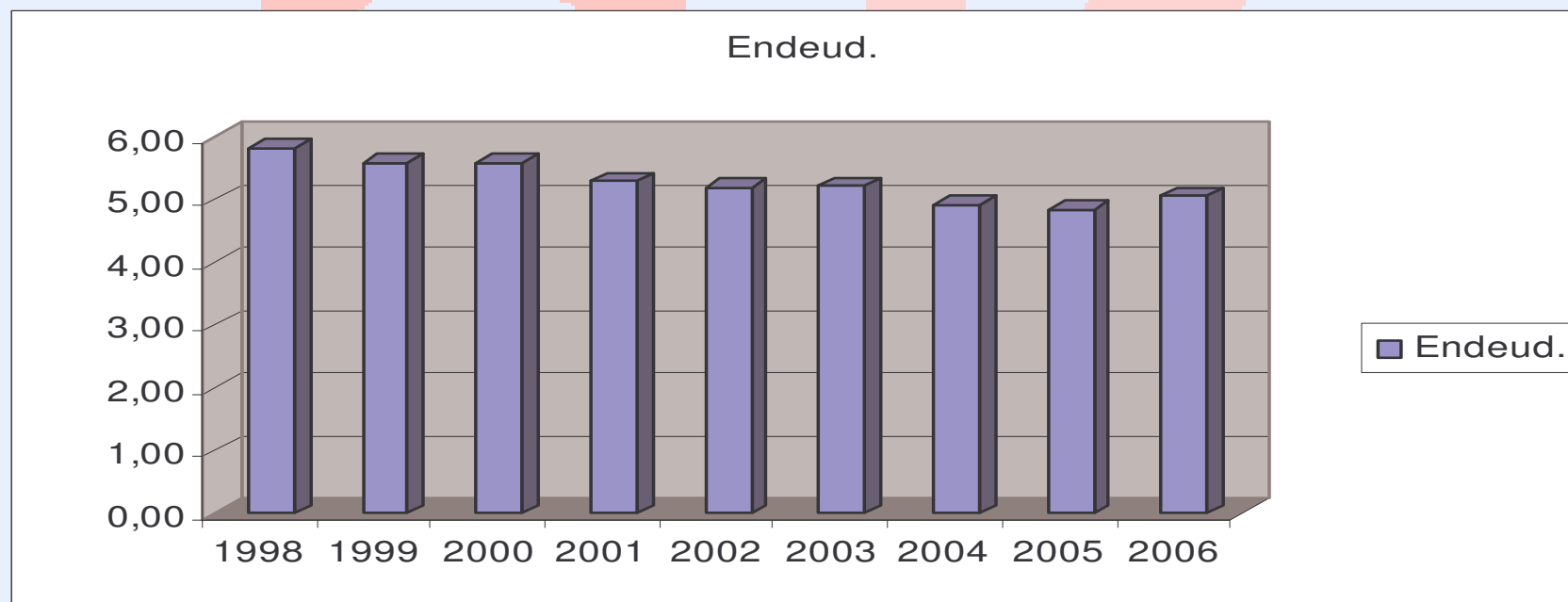
Cuadro Modelo de componentes de la varianza de la rentabilidad económica de las empresas fabricantes de calzado españolas

Variable dependiente: Rentabilidad económica		
	Estimación	Porcentaje
TIEMPO	0,000087	2,27
DISTRITO INDUSTRIAL	0,0000253	0,66
EMPRESA	0,001675	43,66
ERROR	0,00204877	53,41
TOTAL	0,00383613	100

19.2

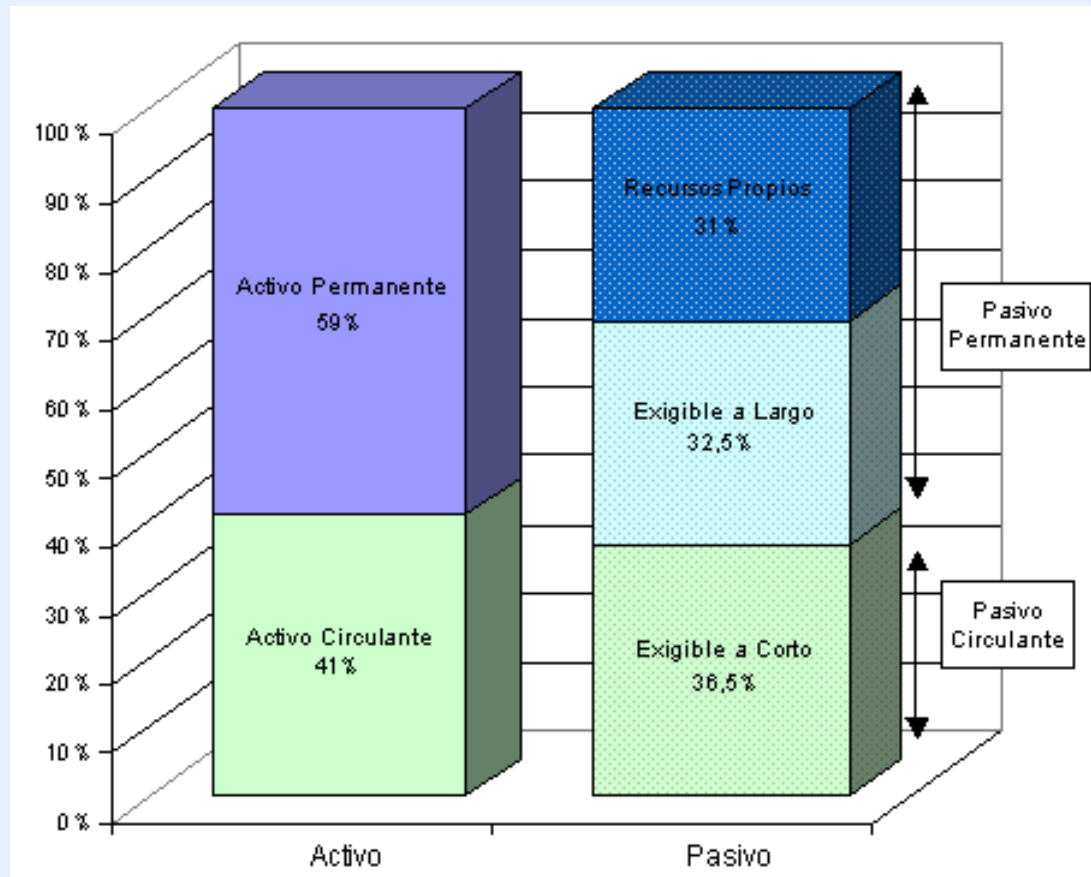
### 3.- RESULTADOS ALCANZADOS

Año	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Media
Rent. Ec.	8,84	8,51	8,16	8,07	7,80	7,48	6,99	6,50	6,55	7,66
Rent. Fn	16,10	15,84	15,51	15,24	14,77	14,20	13,44	12,61	12,81	14,50
<b>Endeud.</b>	<b>5,82</b>	<b>5,58</b>	<b>5,58</b>	<b>5,30</b>	<b>5,20</b>	<b>5,22</b>	<b>4,93</b>	<b>4,83</b>	<b>5,05</b>	<b>5,28</b>



$$R.F. = R.E. + (R.E. - i) \times \frac{\text{Deuda}}{\text{Fondos Propios}}$$

### 3.- RESULTADOS ALCANZADOS



El estudio de la **estructura financiera** de la empresa y su influencia en el **valor de la empresa** es un tema que viene siendo recurrente en la literatura financiera desde finales de los años 50.

Sin embargo, y a pesar de la importante cantidad de trabajos que se han publicado, aún no existe unanimidad sobre la *existencia o no de una estructura financiera que pueda considerarse óptima*, ni tampoco sobre los *factores que influyen en ella*.

Teorías explicativas del nivel de endeudamiento:

1. Aspectos fiscales
2. Costes de insolvencia financiera o costes de quiebra
3. Asimetrías de información y problemas de agencia: Pecking Order Theory
4. Inversión y financiación

### 3.- RESULTADOS ALCANZADOS

#### 1. Teorías explicativas del nivel de endeudamiento: Aspectos fiscales

DeAngelo y Masulis (1980) afirman que, aquellas empresas con mayores **deducciones fiscales no relacionadas con la deuda**, estarán menos endeudadas. Estas empresas tienen menor necesidad de emitir deuda con el fin de aprovechar la deducción fiscal de sus intereses, porque ya gozan de ventajas fiscales.



Algunas de dichas ventajas podrían ser la *amortización acelerada de sus activos*, la *deducción por inversiones*, la *posibilidad de compensar pérdidas con beneficios futuros*, etc.

Teniendo en consideración en razonamiento anterior esperamos obtener una **relación inversa** entre el **endeudamiento** y **deducciones fiscales no relacionadas con la deuda**.

### 3.- RESULTADOS ALCANZADOS

#### 2. Teorías explicativas del nivel de endeudamiento: Costes de insolvencia financiera

Diversos estudios empíricos realizados estiman que, en caso de quiebra, el **valor de liquidación** suele variar entre un 30% y un 70% de su valor económico. Además, el valor de liquidación de los bienes de la empresa depende de las **características** que definen a dichos activos.

El valor de liquidación de una empresa que posee una importante cantidad de bienes **inmuebles** (terrenos, construcciones, etc.) no es el mismo que el de otra cuyos activos son, fundamentalmente, **intangibles** (tecnológicos, capital humano, imagen de marca, patentes, actividades de I+D, etc.).

Estos activos, en caso de quiebra, sufren importantes pérdidas de valor, por lo que los prestamistas, al tener una menor garantía, reaccionan proporcionando a la empresa un **menor nivel de financiación**, y cargando una mayor prima de riesgo al coste de la deuda

Esperamos una **relación inversa** entre los **costes de insolvencia financiera (intangibles)** y la **deuda**



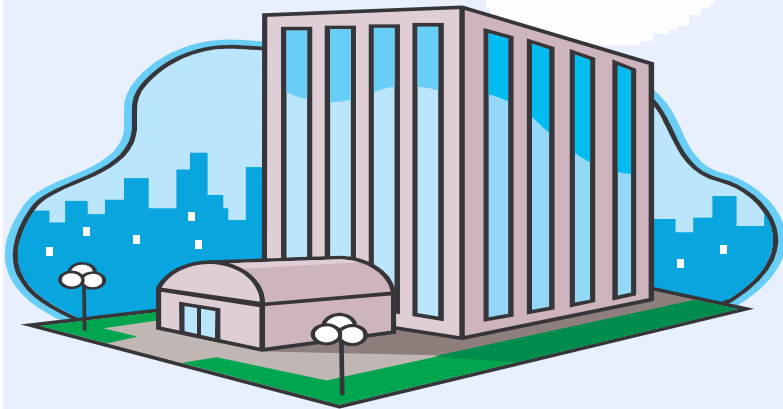
### 3.- RESULTADOS ALCANZADOS

#### 3. Teorías explicativas del nivel de endeudamiento: Inversión y financiación

La estructura de capital pueda estar determinada por las decisiones de inversión tomadas por la empresa, existiendo una **interacción** entre ciertas características de los recursos y la política financiera

¿Existe relación entre la inversión y la financiación?

La inversión en activos fijos influyen sobre el nivel de endeudamiento



Por tanto, de acuerdo con esta teoría, esperamos obtener una **relación positiva** entre los niveles de **inversión en activos fijos** y el **endeudamiento**



### 3.- RESULTADOS ALCANZADOS

#### 4. Teorías explicativas del nivel de endeudamiento: Pecking Order

*Pecking Order Theory*: Entre las tres posibles alternativas de financiación disponibles: fondos generados internamente, deudas o ampliaciones de capital, **los gestores prefieren la financiación interna** frente a la externa (deuda o ampliaciones de capital), al no verse afectado el beneficio generado internamente por problemas de asimetría de información y no someter a los gestores al efecto disciplinario del mercado.

La teoría Pecking Order propone que las empresas no tienen como objetivo una estructura de capital óptima, sino que ésta se ve determinada por las diferencias temporales entre las **oportunidades de inversión** y los **beneficios obtenidos**

De acuerdo con the Pecking Order Theory esperamos obtener una **relación inversa** entre **beneficios** y **endeudamiento**

Pecking Order



### 3.- RESULTADOS ALCANZADOS

De acuerdo con el marco teórico previo, el nivel de endeudamiento objetivo puede venir explicado por las deducciones fiscales distintas de la deuda, los costes de insolvencia financiera, la inversión en activos fijos y los beneficios :

$$D_{it}^* = \beta_1 + \beta_2 \cdot \left( \frac{NDTS}{K} \right)_{it} + \beta_3 \cdot \left( \frac{FDC}{K} \right)_{it} + \beta_4 \cdot \left( \frac{I}{K} \right)_{it} + \beta_5 \cdot \left( \frac{CF}{K} \right)_{it} + \varepsilon_{it}$$

NDTS: Desgravaciones fiscales distintas de la deuda  $\left( \frac{BAIT - \text{impuestos pagados}}{\text{tipo impositivo}} \right)$

FDC: Costes de insolvencia financiera  $\frac{\text{intangibles}}{\text{activos}}$

I: Inversión en activos fijos  $\text{Activofijo}_t - \text{activofijo}_{t-1} + \text{amortización}_t$

CF: Cash flow = BAIT+ amortizaciones

Metodología de **datos panel**: tiene en cuenta la presencia de heterogeneidad inobservable, derivada de que las empresas tienen **particularidades** distintas que son difíciles de observar, obtener o medir

### 3.- RESULTADOS ALCANZADOS

Tabla Estimación ( variable dependiente :  $D_{it}$ )

	Deuda
$D_{it-1}$	0.2234* (0.000)
$(NDTS/K)_{it}$	-0.5153* (0.000)
$(FDC/K)_{it}$	0.9371* (0.000)
$(I/K)_{it}$	0.6065* (0.000)
$(CF/K)_{it}$	-0.5752* (0.000)

Las deducciones fiscales distintas de la deuda presenta una relación **inversa** significativa con el nivel de endeudamiento, lo que corrobora la idea de que los *escudos fiscales* actúan de sustitutos de la deuda como forma de aliviar la carga fiscal



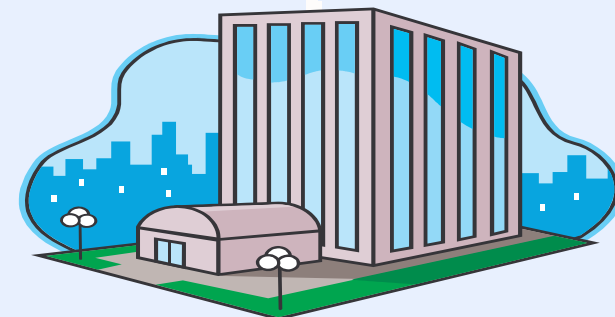
### 3.- RESULTADOS ALCANZADOS

Tabla Estimación ( variable dependiente :  $D_{it}$ )

	Deuda
$D_{it-1}$	0.2234* (0.000)
$(NDTS/K)_{it}$	-0.5153* (0.000)
$(FDC/K)_{it}$	0.9371* (0.000)
$(I/K)_{it}$	+ 0.6065* (0.000)
$(CF/K)_{it}$	-0.5752* (0.000)

Nuestros datos, en línea con el marco teórico y los hallazgos de otros trabajos precedentes muestran una **relación directa** entre **inversión in activos fijos** y **nivel de endeudamiento**.

Por tanto, para las empresas españolas del calzado las decisiones de inversión y financiación están **interrelacionadas**. Así, este tipo de inversiones empresariales incrementa la capacidad de endeudamiento al servir de garantía.



### 3.- RESULTADOS ALCANZADOS

Tabla Estimación ( variable dependiente :  $D_{it}$ )

	Deuda
$D_{it-1}$	0.2234* (0.000)
$(NDTS/K)_{it}$	-0.5153* (0.000)
$(FDC/K)_{it}$	0.9371* (0.000)
$(I/K)_{it}$	0.6065* (0.000)
$(CF/K)_{it}$	-0.5752* (0.000)

Tal y como ha ocurrido en múltiples estudios precedentes nuestros resultados muestran una **relación inversa** entre el **beneficio** y **endeudamiento**, apoyando el marco teórico propuesto por la teoría Pecking Order.

Pecking Order

Las empresas de nuestra muestra, con objeto de evitar la *asimetría de información* y no verse sometidas al *efecto disciplinario del mercado*, prefieren los **fondos generados internamente** a los externos para financiar sus proyectos de inversión.

### 3.- RESULTADOS ALCANZADOS

Los **costes de insolvencia financiera (intangibles)**, contrariamente a lo esperado, muestra una relación **directa** significativa con el nivel de endeudamiento.

Tabla Estimación ( variable dependiente :  $D_{it}$ )

	Deuda
$D_{it-1}$	0.2234* (0.000)
$(NDTS/K)_{it}$	-0.5153* (0.000)
$(FDC/K)_{it}$	+ 0.9371* (0.000)
$(I/K)_{it}$	0.6065* (0.000)
$(CF/K)_{it}$	-0.5752* (0.000)



Este resultado podría venir justificado por la **importancia que las inversiones en I+D** tienen para el sector del calzado español, un sector altamente competitivo, donde la inversión en patentes, marcas, diseño, etc., son requisitos fundamentales para poder sobrevivir en un mercado cada vez más globalizado.

Los suministradores de financiación ajena valoran muy positivamente este tipo de inversiones cuando, basándose en ellas, la empresa muestra una gran capacidad para desarrollar **ventajas competitivas sostenibles**, ventajas que fortalezcan su posición competitiva presente y futura.



***FACTORES CLAVES DEL NIVEL DE ENDEUDAMIENTO  
DEL SECTOR DEL CALZADO***

**Miguel A. Acedo  
Juan C. Ayala  
J. Eduardo Rodríguez**