

La financiación de la actividad productiva: una aproximación empírica a los determinantes del endeudamiento de las empresas hoteleras españolas *

The financing of productive activity: an empirical approximation to the factors determining the decisions of indebtedness of the hotel industry companies

María Jesús Such Devesa. Universidad de Alcalá

Laura Parte Esteban. Universidad Nacional de Educación a Distancia (UNED)

RESUMEN Este trabajo plantea un análisis del endeudamiento en un conjunto de empresas españolas pertenecientes al sector hotelero, al tiempo que realiza un estudio de carácter submuestral para determinar matices en el comportamiento general de dicho sector.

El proceso de internacionalización en el que se encuentran inmersas las empresas hoteleras españolas exige un replanteamiento de sus estrategias financieras que alterará o ya ha modificado sus fuentes de financiación tradicionales. La modalidad de expansión elegida en dicho proceso incide en su ritmo y volumen de recursos necesarios para acometerla.

Asimismo, la segmentación submuestral nos ofrece un panorama enriquecedor en matices que diferencian el comportamiento entre el tejido empresarial hotelero.

Entre los factores analizados, destaca la tradicional incidencia de la solvencia y la liquidez, así como la estructura. Llama la atención la relevancia del comportamiento medio del sector a la hora de explicar el endeudamiento individual.

PALABRAS CLAVE Análisis factorial; Decisiones de financiación; Endeudamiento; Investigación empírica; Sector hotelero.

ABSTRACT This article analyses the indebtedness of the companies that belong to the Spanish hotel industry. At the same time, there have been done some segmentation in the sample attending different criteria to refine the study.

The internationalisation process in which multinational Spanish hotel companies are at present immersed requires a new approach to their financial strategies, which will either alter or has already modified their traditional sources of financing. The form of expansion chosen in this process has an impact on the pace and volume of the funds needed for it.

We incorporate other items to observe different behaviour among hotel companies in relation with their indebtedness process.

Among analysed factors, we can observe the importance of solvency, liquidity and structure. It is also relevant the hotel industry mean to explain individual indebtedness.

KEY WORDS Actorial analysis; Financing decisions; Indebtedness; Empirical investigation; Hotel industry.

(*) Las autoras agradecen la contribución desinteresada de Antonio Garre en la elaboración del presente artículo, especialmente en la parte empírica.

1. INTRODUCCIÓN

Nuestro trabajo tiene por objetivo, en primer lugar, repasar las diferentes aportaciones teóricas y empíricas acerca de los determinantes de la estructura financiera de las empresas, en particular las hoteleras y, en segundo lugar, identificar empíricamente los factores que determinan el endeudamiento por parte de las empresas hoteleras españolas. Inicialmente, la aspiración de este estudio empírico podría haber sido sensiblemente diferente y, en línea con trabajos como los de Kim [1997] para el sector de restauración en Estados Unidos; Melle [2001] en relación con las características diferenciales entre PYME y grandes compañías españolas y Saá [1991; 1996] sobre tipología de fuentes de financiación de las empresas españolas, se habría tratado de identificar para un grupo de empresas los determinantes de su estructura de capital en términos de autofinanciación, endeudamiento con entidades financieras, emisión de títulos de renta fija o emisión de acciones. Pero la población de la que nos ocupamos en este trabajo plantea el problema de la escasez de alternativas financieras sobre las que apoyar el contraste de la elección entre dichas fuentes de financiación.

En efecto, las empresas hoteleras españolas apenas han acudido a los mercados a colocar acciones o deuda, dándose solamente dos casos entre ellas de actuaciones de esa índole (Sol Meliá y NH Hoteles), lo que induce a pensar que el grado de endeudamiento a través de instituciones financieras (frente a la alternativa de la autofinanciación) es la clave para comprender las estrategias financieras de las empresas de este tipo y sería el indicador que nos acercaría mejor a su estructura financiera.

En este trabajo se ha intentado plantear una aproximación cuantitativa a los determinantes del endeudamiento frente a la autofinanciación de las empresas objeto del estudio, teniendo en cuenta el gran interés que despiertan estas vías de investigación y las escasas aportaciones existentes en la literatura referentes al caso español. Sin embargo, las pretensiones han sido modestas, dadas las dificultades que entraña la obtención de información fiable sobre las empresas del sector.

Comenzamos con un breve repaso del estado del arte, para pasar a analizar los determinantes teóricos de la estructura de capital y las variables que han servido de instrumento para su contratación. Una vez planteado el marco teórico y citadas las aportaciones empíricas previas, pasamos a presentar la metodología de nuestro modelo (tanto los datos utilizados como el método econométrico de estimación) y los resultados obtenidos.

2. ESTADO DEL ARTE

En general, podemos afirmar que los estudios empíricos sobre la estructura de capital de las compañías del sector hostelero se encuentran todavía en una fase incipiente, por lo que cualquier trabajo que se aproxime al análisis de los determinantes de la estructura de capital de los diferentes subsectores hosteleros puede ser de utilidad para investigadores y académicos a la hora de comprender mejor las causas del apalancamiento y acercarse al conocimiento de la estructura de capital del sector.

La principal limitación aducida habitualmente por los responsables de los escasos estudios dedicados al tema ha sido la escasez de información disponible, normalmente justificada

por el limitado número de compañías del sector que cotizan así como por la información incompleta que se encuentra disponible en el caso de las empresas que reportan. En Estados Unidos, donde se ha dedicado más esfuerzo al estudio del sector, son relativamente pocas las firmas que cotizan en los grandes mercados como el New York Stock Exchange (NYSE) o el American Stock Exchange (AMEX), por lo que resulta complicado recoger un conjunto de datos completo. Muchas de las firmas del sector hostelero que cotizan allí lo hacen en mercados OTC (*over the counter*), por lo que buena parte de la información necesaria no está disponible porque no tienen obligación de publicarla [Kim, 1997]. También Kwansa *et al.* [1987] se enfrentaron a un problema similar al realizar un análisis empírico disponiendo sólo de información de diecinueve firmas hoteleras para determinar si las variables financieras tienen influencia en la estructura de capital de las empresas de alojamiento, con resultados poco significativos; ninguna de las variables individualmente resultó significativa.

Asimismo, Sheel [1994] dispuso de una muestra pequeña para valorar el comportamiento en términos de apalancamiento de las empresas hoteleras y manufactureras, para concluir que factores como la volatilidad de los beneficios, la rentabilidad, el inmovilizado y el marco fiscal resultaban significativos para explicar cambios en el comportamiento empresarial a la hora de endeudarse⁽¹⁾. A pesar de ello, el autor sugirió incorporar más variables específicas del sector para estudiar el comportamiento de las hoteleras.

Si tales dificultades se encuentran en los estudios similares dedicados al sector hostelero en Estados Unidos, donde el acceso a los mercados por parte de las compañías del sector es más habitual que en Europa, cabe imaginar los problemas adicionales de escasez de información con los que ha de enfrentarse quien pretende hacer un estudio de similares características para las empresas hoteleras españolas. Necesariamente, dicho estudio no puede replicar los realizados para el sector en otros países como Estados Unidos.

Los trabajos empíricos realizados sobre la estructura financiera de las empresas americanas obtienen una diferencia significativa en los grados de apalancamiento financiero de las empresas pertenecientes a diferentes actividades productivas. Dicho resultado se utiliza como evidencia empírica a favor de la existencia de una cierta estructura de capital óptima [Saá, 1991].

Ya que para todas las empresas de un mismo sector industrial los determinantes teóricos de la estructura de capital óptima suelen tener valores similares, cabe esperar que su estructura financiera sea parecida. Así, Saá [1991] argumenta que las entidades pertenecientes a los sectores eléctrico y siderúrgico en la mayoría de los países poseen un elevado grado de endeudamiento debido a la poca volatilidad de sus resultados y al fuerte peso en el activo del balance del inmovilizado. Sin embargo, sectores como los servicios o las empresas de tecnología, se encuentran mucho menos endeudados debido a la elevada incertidumbre sobre sus resultados futuros, a los importantes costes de bancarrota asociados a la alta especificidad de sus instalaciones y al elevado porcentaje de su valor intangible. En cuanto a los bajos ratios de endeudamiento de este tipo de empresas, Brealey y Myers

(1) En este sentido, conviene recordar que las normas contables o la información financiera no son similares en España y Estados Unidos, al existir distintos criterios de valoración de activos y pasivos así como de ingresos y gastos. Además, el marco fiscal es diferente, por lo que la utilización de proxies similares en estudios centrados en el caso americano y español, podría presentar problemas en la interpretación de algunos resultados.

[1998] opinan en el mismo sentido, incidiendo en la idea de que muchas de las empresas que componen estos sectores están muy necesitadas de capitales externos.

Teniendo en cuenta las escasas aportaciones existentes para el sector hotelero a nivel internacional, así como el excelente estudio empírico llevado a cabo por Frank y Goyal [2004] para el conjunto de las empresas que conforman la economía estadounidense, este trabajo se centra en el análisis del recurso al endeudamiento con las entidades financieras por parte de las empresas hoteleras españolas, optando por recurrir en mayor o menor medida a esta vía de captación de recursos financieros, frente a la autofinanciación.

3. DETERMINANTES TEÓRICOS

En cuanto a las principales teorías sobre las decisiones financieras de las empresas, Myers [1984] defendía la existencia de dos enfoques distintos; por un lado, la idea de que existe una estructura financiera óptima para cada empresa; por otro, las empresas adoptan sus decisiones financieras de acuerdo con una preferencia jerárquica sobre las distintas fuentes de financiación a su disposición.

2.1. LA ESTRUCTURA FINANCIERA ÓPTIMA

A partir del trabajo de Modigliani y Miller (1958), aportaciones posteriores que consideran la existencia de imperfecciones en los mercados, defienden la idea de que el uso del endeudamiento y del capital propio como fuentes de financiación conlleva diferentes ventajas e inconvenientes. Así, las empresas tratan de maximizar su valor utilizando ambas fuentes en la proporción óptima, o lo que es lo mismo, la proporción que pueda maximizar las ventajas y minimizar los inconvenientes de ambas fuentes financieras.

Las deudas y el capital propio pueden tener la consideración de títulos representativos de diferentes derechos contingentes sobre los flujos de caja futuros de la empresa. En la literatura destacan tres aspectos de las contingencias específicas de cada fuente de financiación, que actúan como determinantes de la estructura financiera óptima. A saber, los impuestos, los costes de bancarrota y los problemas de agencia.

2.2. TEORÍA DE LA JERARQUÍA FINANCIERA

Esta teoría apunta la idea de la preferencia jerárquica de las empresas sobre las distintas fuentes de financiación. Las empresas prefieren los fondos propios internos (autofinanciación) a los fondos externos; después prefieren el endeudamiento bancario; si se ven forzadas, por último, a recurrir a los mercados directos, van a preferir emitir títulos de renta fija a recurrir a la emisión de renta variable (Tabla 1).

La teoría de la clasificación jerárquica puede explicar por qué las empresas menos rentables se endeudan más, y la razón no es que tengan un objetivo de ratio de endeudamiento más elevado, sino porque necesitan más financiación externa y la deuda ocupa el siguiente lugar en la clasificación de preferencias financieras cuando los fondos internos están agotados.

Para Brealey y Myers [1998], la jerarquía financiera es una consecuencia de la información asimétrica. Los directivos saben más de sus empresas que los inversores externos, y son re-

acios a emitir capital cuando consideran que el precio es demasiado bajo. Intentan realizar emisiones cuando consideran que las acciones están justamente valoradas o sobrevaloradas. Los inversores, por su parte, entienden esa situación y valoran negativamente una decisión de emitir acciones, lo que explicaría la habitual caída del precio de la acción cuando se anuncia una emisión de acciones.

TABLA 1

<p><i>TEORÍA DE LA JERARQUÍA FINANCIERA</i> <i>Racionalidad de la desde la óptica del gestor de una empresa</i></p>
<p>Gerentes valoran flexibilidad</p> <ul style="list-style-type: none"> • Financiación externa reduce flexibilidad más que la interna.
<p>Gerentes valoran control</p> <ul style="list-style-type: none"> • La deuda genera compromisos y obligaciones • Emitir nuevas acciones debilita el control
<p>Diferencias en costes de emisión</p> <p>Aversión a emitir acciones al trasladar señales adversas al mercado.</p>
<p><i>Preferencias de financiación a largo plazo de las empresas</i></p>
<ol style="list-style-type: none"> 1. Ganancias retenidas. 2. Deuda. 3. Deuda convertible. 4. Acciones ordinarias. 5. Acciones preferentes.

Fuente: Myers [1984], Brealey y Myers [1998].

El análisis realizado por Brealey y Myers [1998] pone de manifiesto que la teoría de la clasificación jerárquica presenta algunas fisuras y no explica bien la existencia de emisiones de capital realizadas por empresas que fácilmente habrían podido endeudarse, pero sí explica por qué la mayor parte de la financiación externa procede del endeudamiento.

2.3. INSTRUMENTOS DE REFERENCIA EN LA LITERATURA

Mientras los acreedores prefieren un grado de endeudamiento no muy elevado, los operadores en el negocio hotelero preferirán a menudo tener un endeudamiento elevado. Un artículo de *Fortune* [1990] mostraba que entre los primeros años de la década de los ochenta y los últimos, el ratio de deuda medio de las empresas no financieras americanas había crecido del 34 al 48%. Preguntados por esa tendencia, una parte de los estudiosos del tema contestaban que se estaba utilizando mucha deuda, mientras otros argüían que las empresas deberían utilizar la deuda mucho más. Estos últimos basaban su respuesta en que la deuda era la fuente de recursos más barata. Las firmas japonesas y alemanas tienden a endeudarse más que las de Estados Unidos y por ello, las firmas americanas pueden tener que recurrir más a la deuda para competir mejor en los mercados globales. Por su parte, el sector hostelero está fuertemente apalancado. La hotelería pide prestado más que cualquier otra industria. Pero hay sectores que la superan a la hora de demandar recursos ajenos, las líneas aéreas, el sector inmobiliario y la banca [Kim, 1997]. Si las actividades hosteleras están tan apalancadas, habrá que intentar averiguar qué características afectan a los ratios de endeudamiento de las empresas del sector.

2.3.1. *El endeudamiento: variable dependiente*

Habitualmente la estructura financiera se valora en la práctica a través del ratio de endeudamiento no siendo de otro modo en el sector hotelero. Las especificaciones básicas de dicha variable, a partir de la revisión de la literatura, son (Frank y Goyal [2004], Lemmon y Zender [2002], entre otros):

$$\text{Endeuda} = \frac{\text{Fondos Ajenos}}{\text{Pasivo Total}}$$

Este ratio de endeudamiento se desglosa en endeudamiento a largo y corto plazo.

$$\text{Endeuda } l/p = \frac{\text{Fondos Ajenos } L/P}{\text{Pasivo Total}} \quad \text{Endeuda } c/p = \frac{\text{Fondos Ajenos } C/P}{\text{Pasivo Total}}$$

En este estudio se ha seguido el mismo planteamiento para tratar de analizar el comportamiento financiero de las empresas hoteleras españolas.

4.2.2. *Variables independientes*

Frank y Goyal deciden en sus diferentes trabajos no restringir a priori el número de variables independientes tratando de incorporar el mayor volumen posible de información cuantitativa con potencial explicativo para justificar los determinantes del endeudamiento medio del tejido empresarial estadounidense.

Para el análisis del sector hotelero español se ha partido de dicho marco de referencia y se han considerado un amplio conjunto de ratios financieros que se pueden agrupar en seis tipos de variables financieras: de liquidez, estructura, tamaño, crecimiento, rentabilidad y otras. Todas ellas se encuentran altamente documentadas en la literatura relacionada con la estructura de financiación óptima de la empresa, como se comenta a continuación.

a) *Variables de liquidez*

Para buena parte de los analistas financieros la primera cuestión a destacar es que la tesorería es la herramienta con más rigor financiero existente en la actualidad, ya que no tiene posibilidad de ser manipulada, a diferencia de otras magnitudes de gran importancia financiera. «En muchas ocasiones se ha dicho que el *cash flow* es un hecho y el beneficio una opinión, esto es debido a que el *cash flow* tiene rigor en sí mismo sin posibilidad de influir sobre él para que, con artimañas legales o ilegales, buenas o malas, pueda dar diferentes resultados en diferentes escenarios» [Romera, 2001: 8].

De acuerdo con Romera [2001] y Maseda e Iturralde [2001], si una empresa está haciendo unas previsiones de financiación y obtiene una previsión de *cash flow* neto negativo para el año siguiente, quiere decir que sus orígenes van a ser menores que sus aplicaciones de fondos en el siguiente año y, ante ese desequilibrio, la empresa puede decantarse bien por reducir la inversión en activos y gastos o bien puede incrementar la financiación con pasivos e ingresos. Ante las dificultades de variar las previsiones de inversión y los problemas que supone el aumento de la financiación vía proveedores o la imposibilidad de ampliar capital debido a la falta de disponibilidad de fondos por parte de los accionistas (especialmente PYME), lo que suele suceder es que, ante esta necesidad de liquidez, se pida financiación a agentes ajenos, como pueden ser bancos.

Puede haber empresas que, aún teniendo rentabilidades elevadas, no perciben que el crecimiento exige grandes cantidades de recursos, por lo que, en más de una ocasión, una estrategia de crecimiento agresiva puede provocar la entrada en suspensión de pagos por una falta de previsión razonable de *cash flow*.

Un endeudamiento excesivo puede llevar a la empresa a la bancarrota, debido a la existencia de costes asociados a la declaración de quiebra, el interés de las empresas por endeudarse es menor cuanto mayor es la probabilidad de que este endeudamiento pueda conducir a la quiebra. Es muy difícil encontrar una variable que aproxime, con una cierta verosimilitud, el importe de las pérdidas en que puede incurrir una empresa en el caso de que fracase.

Una buena gestión de la tesorería lleva implícito un menor riesgo de fracaso empresarial. Grinblatt y Titman [2003] apuntan que los ratios de endeudamiento están ligados sistemáticamente a variables relacionadas con los costes de la quiebra y de las dificultades financieras.

b) *Variables de estructura*

Existe una relación positiva entre el inmovilizado y el ratio de endeudamiento, el impacto positivo del inmovilizado en el endeudamiento se debería al hecho de que el inmovilizado puede actuar como garantía ante la necesidad de recurrir al endeudamiento. Siguiendo los estudios planteados acerca de los problemas de agencia por Jensen y Meckling [1976] y Myers [1984], el impacto positivo del inmovilizado sobre el ratio de deuda está relacionado con el hecho de que puede haber un mayor endeudamiento si hay activos suficientes para garantizar el cumplimiento de los compromisos de la deuda.

Kwansa *et al.* [1987] intentaron probar dicha relación para el sector de alojamientos en Estados Unidos, sin obtener resultados empíricos significativos. En general, las empresas turísticas dedicadas al alojamiento concentran sus mayores inversiones en inmovilizados materiales. Según Vacas [2001] el 77% de la estructura del activo de los establecimientos hoteleros españoles corresponde a inmovilizados, cifra poco sorprendente si se tiene en cuenta la necesidad de los hoteles de realizar importantes inversiones, fundamentalmente en construcciones, instalaciones y mobiliario, para realizar su actividad normal.

Cabe suponer que, en la medida en que las hoteleras decanten su estrategia de expansión hacia fórmulas diferentes de la propiedad, el peso del inmovilizado material descenderá en su estructura de activo. En general, los analistas financieros argumentan en idéntico sentido, que el mayor peso del inmovilizado disminuye el riesgo esperado en el comportamiento de la empresa, por lo que iría asociado a mayores posibilidades de endeudamiento. Asimismo, López Gracia *et al.* [1998] afirma la menor probabilidad de fracaso empresarial de aquellas empresas con mayor peso del inmovilizado.

Por otro lado, a juicio de Manzano y Porras [2002], el ritmo de depreciación de los elementos del inmovilizado de un hotel es mucho más rápido que en cualquier otra empresa y, además, no sólo se deprecia con el paso del tiempo y el uso, sino que queda obsoleto muy rápidamente y debe ser sustituido con cierta frecuencia. Uno de los problemas graves que ha sufrido el sector hotelero español ha sido su fuerte descapitalización, que tiene su origen en una deficiente política de amortizaciones.

Según la teoría de la jerarquía financiera, cuanto mayor sea el volumen de inversión de una empresa, mayor debe ser la probabilidad de que acuda a fuentes de financiación de una jerarquía superior.

El activo material puede considerarse en el sector hotelero la parte más importante del inmovilizado y su evolución constituye una variable representativa clave para estudiar buena parte de las inversiones realizadas por las empresas hoteleras. Más del 80% del total del activo de un hotel está constituido por activo fijo, sobre todo material, y el inmovilizado inmaterial tiene menor importancia [Manzano y Porras, 2002].

c) *Variables de tamaño*

Fundamentalmente, las empresas que buscan sus recursos ajenos en mercados públicos en lugar de acudir a los bancos son las de mayor tamaño y menor riesgo. Para estas empresas, las ventajas de la deuda bancaria no son suficientes para justificar los costes adicionales de los préstamos bancarios, normalmente trasladados al prestatario en forma de intereses más elevados por endeudarse.

Rajan [1992] cita a su vez el llamado problema de bloqueo que surge cuando una empresa depende de la financiación de un solo banco y éste puede cargarle intereses superiores a los de mercado a partir de un determinado nivel de endeudamiento. En esos casos, la empresa puede tener dificultades para acceder a otras fuentes de financiación más barata debido a su aparente incapacidad para conseguir más crédito de su banco principal, lo que puede interpretarse como un signo de desconfianza ante las perspectivas de la empresa.

Hay argumentos que sugieren que las empresas pequeñas deberían presentar ratios de endeudamiento más bajos. En primer lugar, las empresas de menor dimensión son más flexibles y por ello, pueden incrementar con mayor facilidad el riesgo de sus proyectos de inversión. En segundo lugar, la probabilidad de que los administradores sean los titulares de las acciones es mayor en las empresas pequeñas, por lo que pueden tener más motivos para tomar decisiones que favorezcan a los accionistas en detrimento de los acreedores.

Sin embargo, Grinblatt y Titman [2003] apuntan que, de acuerdo con numerosos estudios empíricos realizados, las empresas pequeñas tienen aproximadamente el mismo volumen de deuda a largo plazo que las empresas grandes. Sin embargo, las primeras presentan cantidades significativamente más elevadas de deuda a corto plazo.

Las empresas pequeñas tienden a evitar la deuda a largo plazo debido a los costes de transacción de la emisión de obligaciones en volúmenes relativamente reducidos. Por ello, pueden preferir los préstamos bancarios, cuyos costes de transacción pueden ser inferiores pero suele tratarse de financiación a más corto plazo.

Los conflictos entre acreedores y accionistas son menos virulentos en España que en otros países como Estados Unidos debido en parte a la propia configuración del sistema financiero español donde las entidades bancarias juegan un papel mucho más importante en la financiación de las empresas. El sector que nos ocupa no es una excepción y el endeudamiento registrado es eminentemente bancario.

Kester [1986], Kim y Sorensen [1986], Titman y Wessels [1988] y Chaplinsky y Niehaus [1990] mostraron resultados empíricos acerca de la relación negativa entre endeudamiento y tamaño. Sin embargo, sus resultados no resultaron estadísticamente significativos. La utilización del logaritmo de ventas así como del logaritmo del activo total fueron incorporados, al igual que en nuestro caso, como indicadores de tamaño.

Myers y Majluf [1984] apoyan la relación inversa entre tamaño de la empresa y ratio de endeudamiento en su teoría sobre la información asimétrica. Como las asimetrías en la información son más severas para las empresas pequeñas, éstas tienden a endeudarse más que las grandes.

d) *Variables de crecimiento*

Como indicadores de oportunidades de crecimiento cabe incorporar la evolución del activo o de las ventas de una compañía. Intuitivamente, podemos apostar por una relación positiva entre oportunidades de crecimiento y endeudamiento debido a las exigencias de capital que dicha apuesta puede plantear. Las diferentes teorías a contrastar [Frank y Goyal, 2004] en el comportamiento de las empresas del sector hotelero español apuntan en la misma dirección.

No obstante, las firmas con elevado potencial de crecimiento tienden a endeudarse poco a pesar de su rápida expansión y las exigencias financieras asociadas a la misma. Los problemas de agencia pueden explicar dicho comportamiento [Morellec, 2001]. Las empresas que gastan más en I+D tienden a fabricar productos más especializados, por lo que sus clientes muestran mayor inquietud por su viabilidad a largo plazo.

En sectores con pocos competidores, las empresas muy apalancadas son las que sufren más pérdidas en su cuota de mercado. Ello es coherente con la idea de que una empresa con una participación significativa en el mercado atraerá a los denominados depredadores si su situación financiera es entendida como débil [Opler y Titman, 1994]. Jensen [1986] se refiere al mismo fenómeno al apuntar que las compañías con grandes oportunidades de inversión van a registrar menores niveles relativos de endeudamiento frente a las que pertenecen a sectores maduros, de menor crecimiento y mayor solvencia.

Kwansa, Johnson y Olsen [1987] sugieren una relación inversa entre crecimiento y ratio de endeudamiento para las empresas de alojamiento en Estados Unidos, protagonistas de su estudio, si bien los resultados empíricos no resultan significativos.

e) *Variables de rentabilidad*

El ratio de endeudamiento está negativamente relacionado con la rentabilidad de las compañías según la teoría de la jerarquía financiera, ya que las empresas menos rentables necesitan financiación porque al no tener capacidad de autofinanciarse, recurrirían a la deuda como siguiente opción en la preferencia jerárquica. Los analistas financieros son más prudentes cuando apuntan que la empresa, una vez cumplidos sus compromisos con los acreedores, y según los recursos que haya generado en el periodo, tendrá una mayor o menor probabilidad de endeudarse. «La capacidad de endeudamiento es una importante fuente de fondos en tiempos de escasez de dinero y también cuando la empresa debe reembolsar su deuda a corto plazo... La capacidad de endeudamiento depende de muchos factores y está sujeta a cambios rápidos. Depende de la rentabilidad, estabilidad, tamaño relativo, situación del sector, composición del activo y estructura del capital. También depende de factores externos como la situación del mercado crediticio y de las tendencias» [Bernstein, 1996: 79].

Los estudios empíricos llevados a cabo por diversos autores como Bradley, Jarrell y Kim [1984]; Long y Malitz [1985]; Titman y Wessels [1988] o Rajan y Zingales [1995] apuntan que los ratios de deuda observados están correlacionados negativamente con la rentabilidad de la

empresa en el pasado. Asimismo, las empresas de sectores que producen bienes duraderos están menos apalancadas habitualmente que las empresas que fabrican bienes no duraderos.

La relación inversa entre beneficios operativos y apalancamiento se ha constatado en numerosos estudios y países [Grinblatt y Titman, 2003]. La evidencia más allá del ámbito de Estados Unidos la proporcionan fundamentalmente Rajan y Zingales [1995]. Ello refleja la clasificación jerárquica de las decisiones de financiación. En el mismo sentido se pronuncian Fama y French [2002], aunque también detectan que hay respuesta del endeudamiento que contrarresta cambios en ganancias, implicando que efectos en la rentabilidad podrían deberse en parte a cambios transitorios en el endeudamiento. Por su parte, Hovakimian, Opler y Titman [2001], afirman que aunque elevada rentabilidad se asocia a bajo endeudamiento, también puede vincularse con una mayor probabilidad de combinar deuda y acciones para atender las necesidades financieras de la empresa [citado por Hovakimian, Hovakimian y Tehranian, 2003].

f) *Otras variables*

Suponiendo un comportamiento racional de las empresas hoteleras, éstas se endeudarán menos cuanto mayor sea el coste del endeudamiento por lo que la inclusión de alguna variable relacionada con el coste del endeudamiento estaría justificada. Del mismo modo, se ha contemplado proponer una variable de cobertura de gastos financieros tal y como plantean Frank y Goyal [2004].

Asimismo, la incorporación de variables de fiscalidad es requerida en un planteamiento que pretende estudiar los determinantes del endeudamiento empresarial en la medida en que la imposición sobre sociedades proporciona a las empresas un incentivo para acudir a la financiación mediante deuda. Existen tipos impositivos diferentes para la parte de los flujos de caja generados por la empresa que va a parar a los acreedores y la que corresponde a los accionistas. Los intereses de la deuda son considerados deducibles mientras que los dividendos pagados no lo son, por lo que el endeudamiento puede presentar ventajas fiscales para las empresas que optan por esa fuente de financiación.

4. DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN EMPÍRICA

El objetivo de este estudio es analizar las variables o factores que pueden incidir en los patrones de comportamiento de las empresas hoteleras españolas a la hora de endeudarse a través de la información financiera que presentan en las cuentas individuales.

Tradicionalmente, los modelos econométricos propuestos para el estudio de los determinantes de la estructura de capital de las empresas han usado el ratio de endeudamiento o su incremento como variable endógena. Como variables independientes o explicativas se han utilizado diferentes proxies de los determinantes teóricos de la estructura óptima de capital referenciados anteriormente. Asimismo, se suele incorporar el volumen de inversión y autofinanciación como forma de contrastar la validez de la teoría de la jerarquía financiera frente a las teorías que postulan la existencia de una estructura de capital óptima.

Sin embargo, Saá [1991] plantea que este tipo de modelos, a pesar de las diferencias existentes entre ellos, comparten varios problemas comunes. En primer lugar, la simultaneidad de las decisiones de financiación e inversión. Las teorías que no se basan en la irrele-

vancia de la estructura financiera sobre las decisiones de inversión, establecen de forma implícita que las decisiones de financiación e inversión son simultáneas. Así, el ratio óptimo de endeudamiento, si existe, dependerá del conjunto de posibilidades de inversión. Se necesitaría un modelo que aislara el efecto de las decisiones de inversión y dispusiera de información sobre las posibilidades de inversión de la empresa.

En segundo lugar, hay un problema de cierta envergadura cuando se contrasta la teoría de la jerarquía financiera. Según ésta, decisiones tan distantes en la escala de preferencias de la empresa como son la autofinanciación y la emisión de nuevas acciones, se cuantifican de la misma forma en la variable endógena, ya que ambas son alternativas a la deuda y suponen un aumento del capital propio.

En tercer lugar, habría que considerar la estructura dinámica de las decisiones de financiación. El proceso de ajuste de la relación deuda/capital de una empresa no se produce de forma inmediata y el intento de explicar el nivel de endeudamiento en un momento dado exigiría formular un mecanismo de ajuste.

Algunos autores han aspirado a obviar esos problemas recurriendo a otras modalidades de contraste de las teorías financieras, como la utilización de experimentos controlados (Masulis [1980], Masulis y Korwar [1986] y Mikkelson y Partch [1986]); citados por Saá [1991; 1996].

Como objetivo de este estudio se consideró interesante estimar los determinantes del nivel de endeudamiento de las empresas del sector hotelero español en los últimos años como aproximación a la realidad actual. Se trata de un intento por valorar la capacidad explicativa de unas determinadas técnicas a partir de unos datos que planteaban limitaciones iniciales por su escasez y por tratarse de la utilización de variables eminentemente financieras.

Como ya se ha comentado anteriormente, este trabajo trata de un sector caracterizado por una exigua literatura, aún más reducida si buscamos referencias de tipo empírico, sobre los problemas financieros que afectan al mismo. Asimismo, cabe destacar la escasa utilización por parte de las empresas del sector hotelero de recursos procedentes de los mercados de valores.

El análisis planteado es de corte transversal porque las fuentes de información empleadas no permiten formar un panel representativo para captar la evolución de las variables correspondientes a cada empresa a lo largo del tiempo.

4.1. FUENTES DE DATOS

Como fuente fundamental para la obtención de la información financiera correspondiente a las empresas seleccionadas se ha recurrido a la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos), elaborada por Bureau Van Dijk Electronic Publishing, S. A. e Informa, Información Económica, S.A.⁽²⁾

(2) Informa fue creada en marzo de 1992 por la Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación (CESCE) y el grupo francés O.R.T. (cuyas acciones pertenecen en su totalidad a Reuters International Holding S.A.R.L.). Desde sus orígenes, la base de datos de Informa se ha alimentado de diversas fuentes de información, públicas y privadas, como el *BOR-ME* (Boletín Oficial del Registro Mercantil), Depósitos de Cuentas Oficiales, *BOE* (Boletín Oficial del Estado), Boletines Oficiales Provinciales y de Comunidades Autónomas, prensa nacional y regional, investigaciones ad hoc y varias publicaciones. SABI proporciona información de más de 180.000 empresas españolas y 20.000 empresas portuguesas, con un volumen de facturación que, en general, se sitúa por encima de los 100 millones de las antiguas pesetas (601.012,10 euros).

TABLA 2

<i>CARACTERÍSTICAS MUESTRALES</i>			
<i>Racionalidad de la desde la óptica del gestor de una empresa</i>			
Muestra TOTAL: empresas con actividad principal 551 (código CNAE). N.º observaciones: 1996 por año (7.888 total). Período: 2000/2003 (4 años). Datos anuales. Fuente: Base de datos SABI.			
<i>Segmentación muestral</i>			
<i>critério</i>	<i>submuestra</i>	<i>obs.</i>	<i>comentarios</i>
INTERNACIONAL	sí	732	Se consideran internacionalizados aquellas empresas que mantienen al menos un establecimiento en el exterior.
	no	7.252	
INNOVACIÓN	sí	2.825	Se consideran innovadoras las empresas situadas en el percentil superior en inmovilizado inmaterial. Las no innovadoras no presentan inmovilizado inmaterial.
	no	1.035	
RESULTADO	pérdidas	1.294	Se ha tomado como pérdidas/beneficios a aquellas compañías que declaran resultado neto negativo/positivo.
	beneficios	6.690	
TAMAÑO	grandes	800	La consideración del tamaño se ha realizado a partir del activo total.
	pequeñas	801	
ANTIGÜEDAD	hasta 5 años	1.173	La antigüedad se calcula como la diferencia entre la fecha de cierre del balance y el año de constitución de la empresa.
	entre 5y 10 años	1.558	
	más de 10 años	5.253	

FUENTE: Elaboración propia.

Se han elegido las cuentas no consolidadas de empresas que corresponden al epígrafe 551 de CNAE-93, o alternativamente, declaran en su objeto social estar desarrollando alguna actividad alojativa de carácter hotelero. De esta forma, las empresas que conforman nuestra muestra son 1996, con un perfil bastante heterogéneo⁽³⁾ que nos permitirá plantear diferentes submuestras para tratar de aproximarnos mejor a la realidad de la estructura financiera de la hotelería española (Tabla 2).

4.2. VARIABLES UTILIZADAS

Siguiendo el planteamiento de Frank y Goyal [2004] se ha partido de un vasto volumen de ratios financieros a partir de las variables definidas en el Apartado 3.3 (Tabla 3).

Desde el punto de vista del procesamiento y análisis de esta información, el elevado número de variables y las relaciones entre ellas suponen un problema en la identificación de la capacidad explicativa que individualmente tienen sobre la variable dependiente. Para evitar los problemas de identificación se ha optado por la agrupación de la información en factores que se comenta a continuación.

(4) La Federación Española de Hoteles (FEH) publicó un informe en 2001 analizando la situación del sector hotelero español en 2000, último de los ejercicios para los cuales publica informes de este tipo. Pues bien, a pesar de no existir una coincidencia clara entre sus datos y los publicados por el INE para el mismo ejercicio, lo cierto es que se apunta que «casi el 56% de las empresas hoteleras son hostales y pensiones, con tendencia a desaparecer» ya que cada vez más establecimientos de este tipo cierran o se convierten en hotel. A juicio de la FEH, el segmento que caracteriza al sector hotelero español y le da importancia son los hoteles de las diferentes categorías.

TABLA 3

<i>Variables</i>	<i>Ratios de partida</i>	<i>Definición de Ratios</i>	<i>Ratios finales</i>
Estructura	R. intangibles	Inmovilizado inmaterial / Archivo total (AT)	—
	R. intangibles	Inmovilizado inmaterial/Ventas	
	R. tangibles	(Inmoviliz. material + Inmoviliz. financiero) / Activototal	
	R. tangibles	Inmovilizado material / Activo total	
	R. garantía	Inmovilizado material + Existencias / Activo total	
Solvencia y liquidez	R. activo fijo	Inmovilizado / Activo total	—
	R. solvencia	Activo Circulante / Pasivo Circulante (P. C.)	
	R. acid test 1	(Activo Circulante - Existencias) / P.C.	
	R. acid test 2	(Activo Circulante - Existencias - Clientes) / P.C.	
Tamaño	R. disponible	Tesorería / P.C.	—
	R. inversión	logaritmo AT (logATt)	
Crecimiento	R. ventas	logaritmo Ventas (logVtast)	—
	Cambio en Inversión	logATt - logATt-1	
Rentabilidad	Cambio en Ventas	logVtast-logVtast-1	—
	R. económica	BAll / Inversión	
Depreciación	R. económica	BAIT / Inversión	—
	R. económica	(BAll + Depreciación) / Inversión	
	R. financiera	Bneto / Fondos Propios	
	Signo del resultado	D1 (1 positivo; 0 negativo)	
Fiscalidad	R. amortización	Amortización / Activo total	—
	R. depreciación	(Amortización + Provisiones) / Activo total	
Intereses	tasa impositiva (te)	R. neto / R. bruto	—
	D1	te<0	
	D2	0<te<0,35	
	D3	te>0,35	
Intereses	R. coste capital ajeno	Gtos. financieros/Deudas	—
	R. cobertura financiero	BAll / Gtos. financieros	

4.3. TRATAMIENTO DEL CONJUNTO DE INFORMACIÓN: ANÁLISIS FACTORIAL

El análisis factorial es una técnica que consiste en resumir la información contenida en una matriz de datos, identificando un número de factores menor que el número de variables originales. El modelo matemático del análisis factorial por componentes principales es parecido al de la regresión múltiple, cada factor se expresa como una combinación lineal de las variables originales. Los coeficientes que definen la participación de las variables en el factor se estiman en función del grado de asociación entre las mismas, obtenido de la matriz de correlaciones y de la matriz de cargas factorial rotada⁽⁵⁾.

Cada factor agrupa la variabilidad común asociada sobre un conjunto de variables altamente correlacionadas, excluyendo aquellas variables con una reducida correlación o carga; el factor a su vez representa un porcentaje de la variabilidad o dispersión total de la información original.

La selección de las variables que constituirán los factores se ha realizado a través del método estadístico de análisis factorial por componentes principales⁽⁶⁾. Se extraen cinco factores que representan un porcentaje en torno al 60% de la variabilidad total, el primero asig-

(5) La rotación factorial pretende seleccionar la solución más sencilla e interpretable, consiste en hacer girar los ejes de coordenadas, que representan a los factores, hasta conseguir que se aproxime al máximo a las variables.

(6) El origen del análisis factorial suele atribuirse a Spearman [1904]. Hotelling [1933] desarrolló un método de extracción de factores sobre la técnica de «componentes principales». Kaiser [1958] desarrolló el método Varimax para realizar rotaciones para obtener la estructura factorial más sencilla.

na las mayores cargas o ponderaciones a las variables de liquidez, solvencia y tesorería. El segundo factor extrae como relevantes las variables que hacen referencia a la estructura como inmovilizado, material y garantía. El tercer factor concentra las variables de tamaño, activo y ventas. El cuarto factor se define sobre la variación del activo total y de las ventas. El último factor considerado, recoge el efecto de la rentabilidad empresarial (Tabla 4).

TABLA 4

Matriz de cartas factorial					
	F1	F2	F3	F4	F5
Liquidez	0,96				
Solvencia	0,95				
Tesorería	0,91				
Mater		0,97			
Garantía		0,93			
Inmov.		0,83			
AT			0,97		
Vtas.			0,97		
Δ Vtas.				0,93	
Δ AT				0,93	
Rdep.					0,63

Método de extracción: Análisis de componentes principales.

Método de rotación: Normalización. Varimax con Kaiser.

TABLA 5

VARIABLES Y FACTORES EXPLICATIVOS DEL ENDEUDAMIENTO

VARIABLES INICIALES (signo esperado)		VARIABLES SELECCIONADAS	FACTOR (signo esperado)
Media (+)		Media	Media
Solvencia (-)		Solvencia	Factor 1 (-)
Liquidez (-)		Liquidez	
Tesorería (-)		Tesorería	
Inmov (+)		Inmov	Factor 2 (+)
Mater (+)		Mater	
Garantía (+)		Garantía	
Inmat (+)		Inmat	
AT (?)		AT	Factor 3 (?)
Vtas (?)		Vtas	
Δ AT (+)		Δ AT	Factor 4 (+)
Δ Vtas (+)		Δ Vtas	
Provisiones (-)			
Amort. (-)		Amort.	
Rentab. Econ. (-)		Rentabilidad	Factor 5 (-)
Rentab. Financ. (-)			
Pérdidas (?)			
Cobertura financ (+)		Cobertura	
Ka (-)		Ka	
Te (?)		Te	

Los factores definidos sobre determinadas propiedades estadísticas son a su vez coherentes con la teoría financiera en cuanto a los elementos fundamentales de caracterización de la situación financiera de una empresa. Un esquema de ello se presenta en la Tabla 5.

5. ESTIMACIÓN DE UN MODELO ECONÓMICO: CONTRASTACIÓN EMPÍRICA

Con las variables correlacionadas inicialmente con la variable dependiente elegida, se plantean modelos de regresión múltiple, estimados por MCO, donde nuestra variable dependiente viene explicada por el conjunto de variables independientes anteriormente descritas y los factores estimados bajo el método de análisis factorial.

Además, en la muestra general se han estimado, bajo el método de selección por pasos sucesivos, las ganancias aportadas en el R^2 ajustado por cada una de las variables o factores explicativos significativos. Este método va seleccionando las variables en función de su nivel de correlación con la variable dependiente y de su significatividad individual, pudiendo así jerarquizar su grado de aportación al nivel de ajuste del modelo conjunto.

En suma, el procedimiento seguido utiliza en primer lugar el criterio de la selección por pasos para jerarquizar las variables en función de su aportación a la capacidad explicativa global del modelo [similar procedimiento usan Frank y Goyal, 2004]. En segundo lugar, se ha realizado una agrupación de la información en factores con objeto de extraer comunales entre las variables originales. Por último, y teniendo en cuenta la heterogeneidad de las empresas consideradas en la muestra general, se ha tratado de identificar especificidades inter-grupo atribuidas a factores no incluidos entre las variables independientes, mediante la segmentación de la muestra a través de cinco clasificaciones o subgrupos.

5.1. RESULTADOS GENERALES

Las decisiones de endeudamiento o los factores explicativos del mismo, pueden alcanzar un óptimo en el momento t , así como también la determinación de la estructura financiera de una compañía puede seguir un proceso dinámico durante el cual la empresa se desvíe de su estructura óptima. Por ello, el análisis del ratio de endeudamiento puede ser abordado desde un enfoque estático o desde un enfoque dinámico. En el primer caso el objetivo será conocer los factores explicativos del nivel de endeudamiento en función de un conjunto de variables financieras en el momento t . En el enfoque dinámico estudiamos las variaciones producidas en el ratio de endeudamiento en el momento t con respecto al momento $t-1$.

De este modo, se ha utilizado la variable endeudamiento desde una perspectiva stock y flujo, concluyendo que las estimaciones del modelo ofrecen resultados consistentes. Tanto los signos de los coeficientes como su significatividad individual son similares. El modelo es globalmente significativo como muestra la estadístico F y presenta un buen ajuste tal y como se desprende del estadístico R^2 corregido.

A continuación se muestran los resultados de la estimación desde un enfoque estático y dinámico, considerando los factores como variables explicativas del ratio endeudamiento. En el anexo se incluyen los resultados de este modelo obtenidos sobre la definición del endeudamiento a largo y corto plazo (véase Tablas A y B del anexo).

En la parte superior de la Tabla 5 se muestran anualmente los coeficientes y la probabilidad estadística asociada a cada uno de los factores considerados. En la parte inferior de la Tabla se presentan las aportaciones individuales de cada factor a la explicación conjunta del modelo.

TABLA 6

Ratio de endeudamiento TOTAL										
n= 7984 obs.	2000		2001		2002		2003		MEDIA	
	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor
cte	0,12	0,00	0,14	0,00	0,18	0,00	0,07	0,00	0,13	0,00
Media	0,16	0,00	0,16	0,00	0,16	0,00	0,17	0,00	0,16	0,00
Factor 1	-0,03	0,00	-0,03	0,00	-0,02	0,00	-0,01	0,00	-0,02	0,00
Factor 2	-0,02	0,27	-0,04	0,00	-0,09	0,00	-0,03	0,04	-0,04	0,08
Factor 3	0,00	0,66	0,00	0,51	-0,01	0,05	-0,01	0,26	-0,01	0,37
Factor 4	0,03	0,12	0,09	0,00	0,03	0,13	-0,02	0,13	0,03	0,10
Factor 5	0,02	0,43	-0,03	0,30	-0,12	0,00	-0,11	0,00	-0,06	0,18
% de la variabilidad explicada por cada factor										
Media	0,57		0,54		0,47		0,54		0,53	
Factor 1	0,20		0,23		0,24		0,21		0,22	
Factor 2	0,02		0,02		0,04		0,04		0,03	
Factor 3	0,01		0,01		0,01				0,01	
Factor 4	0,00		0,01		0,00				0,00	
Factor 5					0,09		0,08		0,08	
R ² ajust. (total)	0,79		0,80		0,84		0,85		0,82	
Variación del ratio de endeudamiento TOTAL										
n= 7984 obs.	2000		2001		2002		2003		MEDIA	
	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor
Media	-0,01	0,00	-0,01	0,00	-0,01	0,00	-0,01	0,00	-0,01	0,00
Factor 1v	-0,01	0,00	-0,01	0,04	0,01	0,01	-0,03	0,00	-0,01	0,01
Factor 2v	0,01	0,87	0,03	0,41	0,16	0,00	-0,17	0,00	0,01	0,32
Factor 3v	0,01	0,00	0,01	0,00	0,01	0,00	0,01	0,00	0,01	0,00
Factor 4v	0,04	0,00	0,08	0,00	0,01	0,39	-0,02	0,01	0,03	0,10
Factor 5v	0,02	0,27	0,00	0,83	-0,11	0,00	-0,07	0,00	-0,04	0,27
% de la variabilidad explicada por cada factor										
Media	0,04		0,03		0,02		0,01		0,02	
Factor 1v	0,01		0,00		0,00		0,05		0,02	
Factor 2v					0,01		0,02		0,01	
Factor 3v									0,00	
Factor 4v	0,01		0,03				0,00		0,01	
Factor 5v					0,02		0,01		0,01	
R ² ajust. (total)	0,05		0,06		0,05		0,09		0,06	

De acuerdo con los resultados obtenidos, el endeudamiento de las empresas hoteleras españolas viene explicado principalmente por el endeudamiento medio del sector. En gene-

ral, los estudios empíricos sobre la determinación de la estructura de capital de las empresas de cualquier sector conducen a pensar que «las empresas se sienten a gusto siguiendo las normas del sector a la hora de determinar sus ratios de endeudamiento» [Grinblatt y Titman, 2003: 484].

De hecho, la media sectorial aporta individualmente a la explicación de la variable dependiente el 53% en media (Frank y Goyal [2004] obtienen un 19%) y el factor liquidez. (22%), probando así su potencia explicativa. Asimismo, no debe despreciarse el efecto de la rentabilidad (8%) y de la estructura (3%) a la explicación del comportamiento de la variable dependiente.

Los signos de los coeficientes son los esperados, a excepción del Factor 2, y en el sentido que la teoría predice, por tanto, se obtiene evidencia empírica que confirma la validez de los resultados obtenidos.

Hay un resultado anómalo que es necesario explicar, el comportamiento del Factor 2. Se esperaba un signo positivo y la estimación nos proporciona un signo negativo y estable en el tiempo para dicho factor. Esto podría deberse al hecho de que, si bien en la mayoría de sectores las variables de estructura actúan como garantía a la hora de atender los compromisos de la deuda, en el sector hotelero, caracterizado por la gran importancia del inmovilizado en la estructura del activo de sus establecimientos, su rápido ritmo de depreciación y el hecho de quedarse obsoleto con celeridad y tener que ser sustituido con cierta frecuencia, éste no tendría la misma capacidad de discriminar entre empresas que puede tener en otros sectores.

Con ello parece confirmarse la afirmación realizada por Manzano y Porras [2002] acerca de la deficiente política de amortizaciones llevada a cabo en el sector hotelero español, que le ha provocado una importante descapitalización. Las tendencias registradas hacia nuevas formas de explotación de la planta hotelera menos vinculadas a la propiedad de los establecimientos podría justificar la política de desinversiones registrada por algunas empresas, muchas de ellas líderes en el sector hotelero español.

Ya Kwansa *et al.* [1987], en su estudio sobre el sector de alojamientos en Estados Unidos obtuvo resultados similares, confirmando un resultado empírico no significativo para la variable inmovilizado que es parte del Factor 2.

Asimismo, la Tabla 6 incorpora en su parte derecha el análisis dinámico de la variable dependiente que contribuye en menor medida a explicar su comportamiento pero, no obstante, resulta de interés en nuestro estudio. La agrupación de las variables en factores puede disminuir el potencial explicativo de la variable dependiente entre t y $t + 1$.

En lo referente al análisis de la variable dependiente en función de los ratios financieros originales, se ha abordado tanto un enfoque estático como dinámico para evaluar la capacidad explicativa de las diferentes variables.

Al igual que sucedía con el uso de los factores, el modelo es globalmente significativo. En la Tabla 7 se observa la importancia explicativa de la media, explicando el 42% de la variabilidad de la variable dependiente. Adquiere más importancia que en caso anterior la capacidad explicativa de la rentabilidad, determinando el 9% de la varianza del endeudamiento. Dentro del Factor 2, destaca la variable individual tesorería (19%) así como el ra-

tio de cobertura financiera (5%). Similares resultados se obtienen, aún con menor significatividad global, en el análisis dinámico.

TABLA 7

Ratio de endeudamiento TOTAL										
n= 7984 obs	2000		2001		2002		2003		MEDIA	
	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor
C	0,19	0,00	0,25	0,00	0,15	0,00	0,08	0,00	0,17	0,00
Media	0,16	0,00	0,15	0,00	0,15	0,00	0,17	0,00	0,16	0,00
AT	0,00	0,88	0,02	0,20	0,03	0,09	0,02	0,23	0,02	0,35
Vtas	-0,02	0,16	-0,04	0,01	-0,03	0,03	-0,02	0,17	-0,03	0,09
Δ AT			0,01	0,61	-0,04	0,21	-0,01	0,67	-0,01	0,49
Δ Vtas			0,00	0,84	0,02	0,36	-0,01	0,60	0,00	0,60
In mat	0,03	0,34	0,08	0,03	0,04	0,18	0,00	0,93	0,04	0,37
In mov	-0,02	0,38	-0,09	0,00	-0,04	0,06	-0,05	0,02	-0,05	0,11
Mater	-0,01	0,88	-0,02	0,77	-0,03	0,58	0,00	0,99	-0,01	0,80
Gara ntia	-0,01	0,84	0,04	0,60	0,02	0,71	0,01	0,86	0,01	0,75
Solvencia	0,00	0,73	-0,01	0,58	-0,01	0,64	0,01	0,66	0,00	0,65
Liquidez	0,00	0,84	0,01	0,72	0,00	0,98	-0,01	0,49	0,00	0,76
Teso rera	0,00	0,92	-0,01	0,13	0,00	0,33	-0,01	0,09	-0,01	0,37
Amort.	0,00	0,99	0,06	0,40	0,09	0,14	0,07	0,32	0,05	0,46
Rentabilidad	-0,21	0,00	-0,17	0,00	-0,12	0,00	-0,12	0,00	-0,15	0,00
Cobertura	0,00	0,01	0,00	0,11	0,00	0,10	0,00	0,61	0,00	0,21
Ka	-0,01	0,94	0,26	0,08	0,00	0,97	0,11	0,31	0,09	0,58
Te	0,00	0,87	-0,01	0,05	-0,01	0,07	0,00	0,26	-0,01	0,31
% de la variabilidad explicada por cada factor										
Media	0,40		0,39		0,43		0,47		0,42	
AT										
Vtas	0,00									
Δ AT										
Δ Vtas										
In mat	0,01		0,01		0,01		0,01		0,01	
In mov	0,03		0,04		0,04		0,03		0,04	
Mater										
Gara ntia										
Solvencia	0,02		0,02		0,00		0,03		0,02	
Liquidez										
Tesorería	0,17		0,18		0,20		0,20		0,19	
Amort.										
Rentabilidad	0,11		0,11		0,11		0,03		0,09	
Cobertura	0,05		0,04		0,04		0,08		0,05	
Ka			0,00		0,00		0,00		0,00	
Te			0,00		0,00		0,00		0,00	
R ² ajust. (to tal)	0,79		0,79		0,84		0,86		0,82	
Variación del ratio de endeudamiento TOTAL										
n= 7984 obs.	2000		2001		2002		2003		MEDIA	
	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor
C	0,10	0,00	0,08	0,00	0,05	0,00	0,02	0,10	0,06	0,03
Media	-0,02	0,00	-0,01	0,00	-0,01	0,00	-0,01	0,00	-0,01	0,00
AT	0,01	0,42	0,03	0,01	0,02	0,04	0,02	0,06	0,02	0,13
Vtas	-0,02	0,03	-0,04	0,00	-0,02	0,08	-0,02	0,14	-0,02	0,06
AT			0,01	0,33	-0,02	0,18	-0,03	0,02	-0,01	0,18
Vtas			0,00	0,90	0,02	0,14	0,01	0,37	0,01	0,47
In mat	0,44	0,00	0,35	0,00	0,62	0,00	0,28	0,00	0,42	0,00
In mov	-0,12	0,01	-0,13	0,00	-0,20	0,00	-0,08	0,06	-0,13	0,02
Mater	-0,12	0,19	0,02	0,88	-0,02	0,89	-0,14	0,15	-0,07	0,53
Gara ntia	0,12	0,15	-0,03	0,79	0,01	0,90	0,08	0,39	0,05	0,56
Solvencia	-0,05	0,00	-0,03	0,07	-0,02	0,26	-0,02	0,08	-0,03	0,10
Liquidez	0,02	0,35	0,00	0,80	0,00	0,87	0,01	0,53	0,01	0,64
Tesorería	0,00	0,87	-0,01	0,05	-0,02	0,01	-0,01	0,01	-0,01	0,24
Amort.	-0,02	0,76	0,00	0,97	0,00	0,91	0,05	0,23	0,01	0,72
Rentabilidad	-0,17	0,00	-0,09	0,00	-0,11	0,00	-0,09	0,00	-0,12	0,00
Cobertura	0,00	0,14	0,00	0,37	0,00	0,37	0,00	0,38	0,00	0,31
Ka	-0,16	0,09	0,07	0,41	-0,08	0,27	0,04	0,54	-0,03	0,33
Te	0,00	0,78	0,00	0,57	-0,01	0,07	0,00	0,40	0,00	0,45
% de la variabilidad explicada por cada factor										
Media	0,05		0,03		0,02		0,01		0,03	
AT			0,00				0,00			
Vtas	0,01		0,01							
Δ AT										
Δ Vtas										
In mat	0,01		0,01		0,03		0,00		0,01	
In mov	0,01		0,01		0,03		0,00		0,01	
Mater							0,02			
Gara ntia										
Solvencia	0,07		0,08		0,06		0,05		0,06	
Liquidez										
Tesorería			0,00		0,01		0,00		0,00	
Amort.										
Rentabilidad	0,04		0,02		0,02				0,02	
Cobertura										
Ka										
Te										
R ² ajust. (total)	0,18		0,16		0,15		0,10		0,15	

5.2. RESULTADOS DE LA SEGMENTACIÓN MUESTRAL

Se han planteado una serie de segmentaciones muestrales de acuerdo con los criterios planteados en la Tabla 2.

5.2.1. Segmentación por internacionalización

El sector turístico español ha sabido aprovechar los conocimientos y la experiencia acumulada en España para proceder a extender a otros países sus inversiones y actividades. El crecimiento en el exterior ha sido importante, en particular en el decenio de los noventa y los primeros años del siglo XXI, configurando un panorama de creciente internacionalización de la actividad turística española, siendo las cadenas hoteleras las principales impulsoras del fenómeno y confiriendo al sector hotelero un papel estratégico entre los objetivos de la política económica nacional. Sin embargo, dicha posición competitiva no debería darse por consolidada en un escenario mundial globalizado y dinámico, en el que las empresas de menor dimensión se encuentran aparentemente en una situación de desventaja frente a los grandes grupos empresariales. Así, los apoyos que reciba el sector se convierten en esenciales, tanto más si se trata de fuentes de financiación que permitan un diseño racional de las estrategias de expansión.

El panorama en Europa no es coincidente con el de Estados Unidos ya que el sector hotelero está mucho más fragmentado, afectado por realidades nacionales diversas y con empresas tendentes a buscar recursos dentro del ámbito empresarial. Los mercados financieros europeos se encuentran menos desarrollados que los americanos y las empresas hoteleras en Europa cuentan con menor implicación de agentes financieros, por lo que la creciente integración económica y la intensificación de la competencia a escala global fuerzan cambios de verdadero calado que en estos momentos se presentan de forma aún incipiente.

El proceso de desintermediación financiera está forzando a las instituciones a plantear cambios en su *modus operandi*, impulsándolas a acceder a posiciones de mayor riesgo para mejorar sus resultados, por lo que podemos llegar a observar alianzas tiempo atrás impensables entre éstas y las empresas hosteleras, sobre todo con aquéllas con capacidad de gestión contrastada.

La hotelería española, que comparte buena parte de los rasgos apuntados para el sector en Europa, cuenta con mayor tradición y experiencia en alianzas transnacionales, especialmente con tour operadores, al abrigo de los cuales se ha desarrollado buena parte del tejido empresarial español, por lo que la expansión internacional cuenta con el respaldo financiero de estos intermediarios turísticos.

Se avanza, así, hacia una consolidación progresiva del sector hotelero, caracterizada por movimientos hacia un mercado de competencia oligopolista en el que las acciones de los líderes influyen decisivamente en el conjunto de las empresas.

En general, van descendiendo ligeramente los niveles de endeudamiento de las hoteleras internacionalizadas, apuntando una cierta tendencia hacia alternativas financieras diferentes a la tradicional de la deuda bancaria.

A la hora de analizar los resultados de la segmentación muestral planteada, se observan diferencias entre el comportamiento de las hoteleras internacionalizadas frente a las que a

31 de diciembre de 2001 todavía no habían realizado incursión operativa alguna en los mercados internacionales.

TABLA 8

Ratio de endeudamiento - Internacionalizadas											
n = 73 2 obs.	2000		2001		2002		2003		MEDIA		
	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor	
cte	0,22	0,04	0,12	0,12	0,38	0,00	0,02	0,77	0,19	0,23	
Media	0,15	0,00	0,15	0,00	0,15	0,00	0,16	0,00	0,16	0,00	
Factor 1	-0,04	0,00	-0,03	0,00	-0,04	0,00	-0,01	0,09	-0,03	0,02	
Factor 2	-0,12	0,01	-0,08	0,04	-0,23	0,00	-0,01	0,22	-0,11	0,07	
Factor 3	-0,01	0,54	0,02	0,33	-0,04	0,02	0,01	0,64	-0,01	0,38	
Factor 4	0,11	0,21	0,14	0,04	0,04	0,45	-0,02	0,76	0,07	0,36	
Factor 5	0,10	0,26	-0,13	0,07	0,03	0,80	0,02	0,90	0,00	0,51	
R ² ajust.	0,75		0,80		0,83		0,81		0,79		

Ratio de endeudamiento - No internacionalizadas											
n = 72 52 obs.	2000		2001		2002		2003		MEDIA		
	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor	
cte	0,12	0,00	0,15	0,00	0,17	0,00	0,07	0,01	0,13	0,00	
Media	0,16	0,00	0,16	0,00	0,16	0,00	0,17	0,00	0,16	0,00	
Factor 1	-0,03	0,00	-0,03	0,00	-0,02	0,00	-0,01	0,00	-0,02	0,00	
Factor 2	-0,01	0,52	-0,04	0,00	-0,08	0,00	-0,03	0,01	-0,04	0,13	
Factor 3	0,00	0,79	-0,01	0,32	-0,01	0,06	0,00	0,43	-0,01	0,40	
Factor 4	0,02	0,23	0,09	0,00	0,03	0,10	-0,02	0,10	0,03	0,11	
Factor 5	0,01	0,66	-0,01	0,56	-0,14	0,00	-0,13	0,00	-0,07	0,30	
R ² ajust.	0,80		0,80		0,85		0,86		0,83		

Ambos modelos son globalmente significativos pero el análisis de la significación individual de los factores permite apuntar ciertas diferencias. Mientras los Factores 1 y 2 son significativos a lo largo del tiempo en ambas submuestras, no se mantiene esa estabilidad en el caso del resto de los factores. Destaca por su capacidad explicativa la variable media del sector. Como ya sucedía para el tratamiento general de los datos, se corrobora su potencia explicativa en el análisis submuestral (Tabla 8).

Llama la atención en el comportamiento de las empresas hoteleras internacionalizadas un aparente cambio en la senda de los factores explicativos tradicionales del endeudamiento. Así, mientras hasta 2002 se observa un panorama de estabilidad, ésta se quiebra en 2003, último de los ejercicios estudiados.

En lo referido a los signos de los coeficientes, en ambas submuestras el Factor 2 no presenta el signo esperado y ello puede interpretarse como ya se ha planteado para el modelo general. El mismo resultado se observa en el conjunto submuestral.

Se viene aplicando un deficiente tratamiento ante la rápida obsolescencia del inmovilizado a la que se enfrenta el sector hotelero español que afecta al conjunto del mismo y que no discrimina entre empresas internacionalizadas y no internacionalizadas.

En el grupo de las empresas internacionalizadas, los coeficientes correspondientes al Factor 5, referido a la rentabilidad, toman el signo contrario al esperado, lo que induce a pensar que la apuesta por un crecimiento dinámico y sostenido está comprometiendo todos los recursos a disposición de las empresas, tanto ajenos como propios, para financiar dicho crecimiento.

5.2.2. Segmentación por innovación

Podemos afirmar que estamos ante un colectivo relativamente innovador ya que más del 30% de las empresas que conforman la muestra realizan algún tipo de innovación a lo largo del periodo estudiado⁽⁷⁾. En torno al 13% del colectivo representaría a las empresas más innovadoras.

En general, se puede constatar que las empresas de mayor apalancamiento y mayores gastos en I+D son las más susceptibles de perder cuota de mercado en los ciclos negativos para su sector; convirtiéndolas en más vulnerables [Opler y Titman, 1994].

TABLA 9

Ratio de endeudamiento - Innovadoras											
	2000		2001		2002		2003		MEDIA		
n = 10 35 obs.	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor	
cte	0,26	0,00	0,16	0,01	0,21	0,00	-0,01	0,25	0,15	0,07	
Media	0,15	0,00	0,15	0,00	0,16	0,00	0,17	0,00	0,16	0,00	
Factor 1	-0,03	0,00	-0,02	0,00	-0,02	0,02	0,00	0,24	-0,02	0,07	
Factor 2	-0,02	0,21	-0,06	0,06	-0,12	0,00	0,07	0,05	-0,03	0,08	
Factor 3	-0,03	0,01	0,00	0,77	-0,02	0,23	0,01	0,52	-0,01	0,38	
Factor 4	-0,04	0,28	0,18	0,00	0,04	0,20	-0,03	0,20	0,04	0,17	
Factor 5	0,02	0,75	-0,04	0,43	-0,10	0,26	-0,20	0,03	-0,08	0,37	
R ² ajust.	0,76		0,77		0,81		0,81		0,79		

Ratio de endeudamiento - No Innovadoras											
	2000		2001		2002		2003		MEDIA		
n = 28 25 obs.	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor	
cte	0,11	0,03	0,17	0,00	0,19	0,00	0,11	0,02	0,14	0,01	
Media	0,16	0,00	0,16	0,00	0,16	0,00	0,17	0,00	0,16	0,00	
Factor 1	-0,02	0,00	-0,03	0,00	-0,03	0,00	-0,01	0,00	-0,02	0,00	
Factor 2	0,01	0,69	-0,02	0,49	-0,07	0,00	-0,03	0,12	-0,03	0,33	
Factor 3	-0,01	0,37	-0,02	0,19	-0,02	0,09	-0,02	0,11	-0,02	0,19	
Factor 4	0,03	0,20	0,06	0,02	0,05	0,03	-0,04	0,24	0,02	0,12	
Factor 5	0,04	0,30	-0,04	0,36	-0,13	0,01	-0,07	0,17	-0,05	0,21	
R ² ajust.	0,79		0,78		0,84		0,86		0,82		

(7) A pesar de las limitaciones intrínsecas a la utilización de la base de datos SABI (no permite desglosar el apartado relativo a intangibles), consideramos el tratamiento realizado una aproximación adecuada a la realidad sectorial, más allá de la propiedad total o parcial de los mismos. Buenos ejemplos de ello pueden ser los contratos de arrendamiento financiero, así como los contratos de gestión de establecimientos.

De la observación de los resultados en la estimación, destaca su elevada significación conjunta, así como el argumento de que las empresas que más innovan presentan mayor significación en el factor de estructura a la hora de explicar su ratio de endeudamiento (Tabla 9).

No obstante, el factor de liquidez (Factor 1) es el más explicativo del comportamiento del ratio de endeudamiento en ambas submuestras. Grinblatt y Titman [2003] apuntan que la evidencia empírica induce a concluir que los ratios de deuda observados están correlacionados negativamente con los gastos en I+D de las empresas.

Los signos de los coeficientes son los esperados en el ámbito de las empresas no innovadoras, a excepción del Factor 2. El resultado para las innovadoras es menos estable.

5.2.3. Segmentación por resultados

La presente segmentación plantea una diferenciación por signo entre las empresas que declaran resultados negativos y positivos (Tabla 10).

TABLA 10

Ratio de endeudamiento - Empresas con pérdidas										
n = 12 94 obs .	200 0		2001		2002		200 3		MEDIA	
	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor
cte	0,32	0,00	0,38	0,00	0,26	0,00	0,11	0,03	0,27	0,01
Media	0,14	0,00	0,14	0,00	0,16	0,00	0,17	0,00	0,15	0,00
Factor 1	-0,11	0,00	-0,11	0,00	-0,10	0,00	-0,12	0,00	-0,11	0,00
Factor 2	-0,29	0,00	-0,23	0,00	-0,21	0,00	-0,37	0,00	-0,28	0,00
Factor 3	0,01	0,77	-0,03	0,34	-0,03	0,25	-0,02	0,39	-0,02	0,44
Factor 4	-0,07	0,15	-0,04	0,32	-0,01	0,65	0,04	0,19	-0,02	0,33
Factor 5	-0,05	0,68	-0,13	0,30	-0,31	0,14	-0,44	0,05	-0,23	0,29
R ² ajust.	0,68		0,68		0,83		0,85		0,76	

Ratio de endeudamiento - Empresas con pérdidas										
n = 66 90 obs .	2000		2001		2002		2003		MEDIA	
	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor
cte	0,11	0,00	0,12	0,00	0,18	0,00	0,06	0,05	0,11	0,01
Media	0,16	0,00	0,16	0,00	0,16	0,00	0,17	0,00	0,16	0,00
Factor 1	-0,10	0,00	-0,11	0,00	-0,10	0,00	-0,10	0,00	-0,10	0,00
Factor 2	-0,18	0,00	-0,19	0,00	-0,28	0,00	-0,23	0,00	-0,22	0,00
Factor 3	-0,06	0,00	-0,05	0,00	-0,06	0,00	-0,06	0,00	-0,06	0,00
Factor 4	0,03	0,60	0,24	0,00	0,20	0,00	0,16	0,00	0,16	0,15
Factor 5	-0,05	0,34	-0,02	0,73	-0,84	0,00	-0,89	0,00	-0,45	0,27
R ² ajust.	0,80		0,81		0,83		0,85		0,82	

La estimación sigue siendo consistente. El factor 3 (tamaño) actúa como factor discriminador entre ambas submuestras. Mientras presenta signo negativo en las empresas con pérdidas (el tamaño está inversamente relacionado con el endeudamiento lo que implica una

tendencia a un mayor apalancamiento cuanto menor sea el tamaño de las empresas con problemas), cuando la empresa presenta beneficios, el endeudamiento crece con el tamaño (tesis del *trade-off*), lo que también es coherente con el marco conceptual. Cabe destacar también el Factor 4 como diferenciador, indicador de crecimiento, entre las empresas con pérdidas y las empresas con beneficios.

En la submuestra correspondiente a las empresas rentables, se observa un patrón de endeudamiento más estable a lo largo del tiempo por lo que su comportamiento viene mejor explicado por las variables que tradicionalmente explican el endeudamiento empresarial. No sucede lo mismo en el caso de las empresas con pérdidas, que están sujetas a mayor volatilidad en el comportamiento explicativo de los factores.

5.2.4. Segmentación por dimensión empresarial

Se ha segmentado la muestra general en dos submuestras de acuerdo con el volumen de activo registrado por cada empresa, escogiendo el percentil superior para identificar al 10% que acreditan un mayor activo total y el inferior para valorar el endeudamiento registrado por el 10% con menor volumen de activo.

TABLA 11

Ratio de endeudamiento - Grandes empresas											
n = 80	200 0		2001		2002		200 3		MEDIA		
	o bs.	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor
cte		0,14	0,13	0,09	0,45	0,06	0,59	0,14	0,15	0,11	0,33
Media		0,16	0,00	0,15	0,00	0,16	0,00	0,17	0,00	0,16	0,00
Factor 1		-0,03	0,00	-0,04	0,00	-0,02	0,32	-0,01	0,30	-0,02	0,16
Factor 2		-0,06	0,08	-0,10	0,01	-0,11	0,00	-0,08	0,10	-0,09	0,05
Factor 3		0,00	0,92	0,03	0,36	0,02	0,45	-0,01	0,65	0,01	0,60
Factor 4		-0,02	0,66	0,23	0,01	0,13	0,01	0,00	0,77	0,09	0,36
Factor 5		-0,01	0,86	-0,06	0,42	-0,09	0,33	-0,15	0,12	-0,08	0,43
R ² ajust.		0,82		0,78		0,82		0,84		0,82	

Ratio de endeudamiento - Pequeñas empresas											
n = 80	2000		2001		2002		2003		MEDIA		
	1 o bs.	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor
cte		0,18	0,08	0,19	0,03	0,27	0,00	0,14	0,09	0,20	0,05
Media		0,13	0,00	0,14	0,00	0,15	0,00	0,17	0,00	0,15	0,00
Factor 1		-0,02	0,08	-0,02	0,07	-0,03	0,00	0,01	0,21	-0,02	0,09
Factor 2		0,00	0,95	-0,01	0,84	-0,06	0,08	-0,05	0,33	-0,03	0,55
Factor 3		0,01	0,76	0,01	0,72	-0,04	0,08	-0,03	0,24	-0,01	0,45
Factor 4		-0,04	0,16	0,04	0,12	0,05	0,02	-0,02	0,51	0,01	0,20
Factor 5		0,29	0,01	-0,18	0,10	-0,10	0,21	-0,20	0,09	-0,05	0,10
R ² ajust.		0,58		0,66		0,83		0,80		0,72	

Las estimaciones resultan globalmente significativas y como ya ocurriera en los casos anteriores, el ajuste no es tan bueno cuando se analiza la significación individual de los diferentes factores (Tabla 11).

Cabe apuntar la significación individual de los Factores 1 (liquidez) y 5 (rentabilidad) en el grupo de empresas de menor dimensión.

Los signos son los esperados en la submuestra correspondiente a las grandes empresas, cuyo comportamiento responde mejor a los postulados teóricos. La submuestra representativa de las empresas de menor dimensión presenta menor estabilidad en la estimación en línea con lo que sucede habitualmente cuando el objeto de análisis es la PYME.

5.2.5. Segmentación por antigüedad

Estamos ante un sector dinámico que ha acogido a numerosas empresas nuevas en los últimos diez años (alrededor de un 15%). Sin embargo, es un sector relativamente consolidado en el conjunto de la actividad productiva española ya que registró un auténtico boom en la década de los sesenta por lo que cuenta con bastantes empresas que ya acreditan cierta tradición en su actividad empresarial.

A su vez, el criterio submuestreal elegido se ampara en el hecho de que la antigüedad es interpretada como señal de «reputación» del prestatario ante los prestamistas y es relevante en la toma de decisiones de inversión crediticia por parte de las entidades financieras [Melle, 2001].

TABLA 12

<i>Ratio de endeudamiento - Antigüedad hasta 5 años</i>										
	2000		2001		2002		2003		MEDIA	
	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor
n = 1173 obs.										
cte	0,18	0,01	0,22	0,00	0,21	0,00	0,12	0,16	0,18	0,04
Media	0,14	0,00	0,14	0,00	0,16	0,00	0,17	0,00	0,16	0,00
Factor 1	-0,04	0,00	-0,04	0,00	-0,03	0,00	-0,03	0,03	-0,04	0,01
Factor 2	-0,03	0,42	-0,01	0,78	-0,11	0,00	-0,04	0,27	-0,04	0,37
Factor 3	0,01	0,60	-0,01	0,51	-0,01	0,21	-0,02	0,24	-0,01	0,39
Factor 4	-0,02	0,35	0,04	0,11	0,07	0,02	-0,01	0,53	0,02	0,25
Factor 5	0,05	0,48	-0,03	0,56	-0,17	0,02	0,05	0,67	-0,03	0,43
R ² ajust.	0,72		0,74		0,88		0,80		0,79	
<i>Ratio de endeudamiento - Antigüedad hasta 10 años</i>										
	2000		2001		2002		2003		MEDIA	
	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor
n = 5253 obs.										
cte	0,13	0,00	0,14	0,00	0,17	0,00	0,08	0,01	0,13	0,00
Media	0,16	0,00	0,16	0,00	0,16	0,00	0,17	0,00	0,16	0,00
Factor 1	-0,02	0,00	-0,03	0,00	-0,02	0,00	-0,01	0,00	-0,02	0,00
Factor 2	-0,01	0,48	-0,05	0,01	-0,08	0,00	-0,03	0,08	-0,04	0,14
Factor 3	-0,01	0,31	-0,01	0,46	-0,01	0,11	-0,01	0,42	-0,01	0,32
Factor 4	0,08	0,02	0,11	0,01	0,03	0,20	-0,04	0,08	0,05	0,07
Factor 5	0,00	0,94	-0,02	0,48	-0,12	0,00	-0,11	0,01	-0,06	0,36
R ² ajust.	0,79		0,79		0,83		0,85		0,81	

El análisis submuestral permite valorar la buena significación conjunta de cada una de las estimaciones pero una menor potencia en la significación individual de los factores, así como una mayor estabilidad en la estimación correspondiente a las empresas más antiguas. Los signos de los coeficientes son los esperados en general (Tabla 12).

El Factor 4 (crecimiento) permite discriminar entre las de menor antigüedad (hasta cinco años) y las más veteranas en la muestra, aquellas incluidas en la submuestra correspondiente a las de más de diez años. En ambos casos, el ratio de endeudamiento se relaciona negativamente con el tamaño de la empresa. No se ha presentado la tabla correspondiente a la antigüedad de cinco a diez años debido a que no aportaba información adicional.

6. CONCLUSIONES

Este estudio ha investigado los determinantes de varios ratios de endeudamiento para el sector hotelero español. La evidencia empírica recogida es consistente con la idea de que las empresas presentan una cierta preferencia jerárquica cuando optan por recurrir al endeudamiento relativo mayor frente a otras fuentes de recursos financieros, a partir del intento de alcanzar su estructura óptima de capital, minimizando los costes asociados a la financiación obtenida a través del endeudamiento.

La variable más significativa en el estudio del endeudamiento de las hoteleras españolas es claramente el endeudamiento medio del sector, en línea con buena parte de los estudios empíricos revisados (Bradley, Jarell y Kim [1984]; Long y Malitz [1985]; Titman y Wessels [1988]; Rajan y Zingales [1995]), reflejando el hecho de que las empresas suelen seguir las normas del sector a la hora de determinar sus ratios de endeudamiento. Estudios más recientes como los de Frank y Goyal [2004] o Grinblatt y Titman [2003] confirman esa misma hipótesis.

Asimismo, el factor más explicativo del endeudamiento relativo ha resultado ser el factor representativo de solvencia de la empresa junto con el de estructura aunque este último registra sistemáticamente un signo contrario al esperado y predicho por la teoría. La justificación a dicho comportamiento anómalo podemos encontrarla en la descapitalización progresiva registrada por el sector. A pesar de ello, el rápido ritmo de depreciación y obsolescencia vinculado a los activos operativos sería difícilmente aplicable como explicación para el valor de los inmuebles en los que se desarrolla la actividad hotelera. Sin duda, esa observación exige de una profundización mayor en el estudio de dicho factor. Cabe suponer que pueda encontrarse una explicación atendiendo al régimen de explotación de los establecimientos hoteleros, con una clara orientación a la incorporación de fórmulas más flexibles que no pasan por la propiedad de los establecimientos que las empresas hoteleras explotan. Con la información a disposición de los autores no se ha podido avanzar más en esta dirección que permanece como un campo de estudio abierto a futuras investigaciones. Así, puede afirmarse que mientras se vayan desarrollando fórmulas expansivas flexibles en el sector hotelero español en el sentido registrado en la hotelería internacional líder, el recurso al endeudamiento puede ampararse en garantías de perfil diferente al tradicional.

En relación con el análisis submuestral, destacan algunas peculiaridades en dicho ámbito. Así, de acuerdo con el avance del proceso de internacionalización en la hotelería española, cabe destacar que las compañías multinacionales pueden marcar la pauta de comportamiento del conjunto del sector que daría pasos así hacia una mayor consolidación.

Cuando se trata de destacar algún rasgo de la división submuestral por innovación y a pesar del sesgo por innovación incorporado al incluir como innovadoras a aquellas compañías que desarrollan alguna forma de explotación de establecimientos diferente a la tradicional, observamos que estamos ante un sector ciertamente innovador en el que dichas empresas explican su endeudamiento a través de una estructura de inversión más equilibrada.

En la segmentación muestral basada en la rentabilidad se observa que en las empresas con resultados positivos, los factores crecimiento y tamaño explican adecuadamente el endeudamiento individual mientras que estos dos factores abandonan su potencial explicativo en las empresas no rentables o con pérdidas.

Por lo que se refiere a la comparación entre grandes compañías y las de menor dimensión, se vislumbra una mayor asociación de los factores liquidez y rentabilidad con el endeudamiento en el caso de estas últimas.

Finalmente, en la segmentación por antigüedad, podemos afirmar que las empresas más antiguas presentan mayor estabilidad en los factores explicativos del endeudamiento seleccionados.

Mientras los estudios empíricos sobre la estructura de capital de las empresas hoteleras se mantengan tan relativamente poco explorados, análisis como el nuestro pueden resultar de utilidad para un mejor conocimiento de la llamada principal industria española, a pesar de las dificultades que presenta la recogida de la información y su fiabilidad.

7. BIBLIOGRAFÍA

BBVA [2002]: «Financiación de hoteles con contratos de gestión», *Primer Seminario sobre Gestión Hotelera*, Clifford Chance y Jones Lang Lasalle Hotels, octubre, Madrid.

BERNSTEIN, L. A. [1991]: *Análisis de Estados Financieros*, Ediciones Deusto, Bilbao.

— [1996]: *Análisis de Estados Financieros, Teoría, aplicación e interpretación*, Editorial Irwin, Madrid.

BOTE, V.; SUCH, M. J., y ESCOT, L. [2005]: *Curso de financiación del sector turístico*, McGraw-Hill, Madrid.

BRADLEY, M.; JARRELL, G.; y KIM, E. [1984]: «On the existence of optimal capital structure: Theory and evidence», *Journal of Finance*, Vol. 39, pp. 857-878.

BREALEY, R. A., y MYERS, S. C. [1998]: *Fundamentos de Financiación Empresarial*, 5.ª Edición, McGraw-Hill, Madrid.

BUREAU VAN DLIJK ELECTRONIC PUBLISHING E INFORMA [2005]: SABI, Madrid.

CHANG, X.; DASGUPTA, S., y HILARY, G. [2004]: «Analyst Coverage and Capital Structure Decisions», *Tuck Contemporary Corporate Finance Issues III Conference Paper, HKUST Finance Working Paper*.

CHAPLINSKY, S., y NIEHAUS, G. [1990]: «The determinant of inside ownership and leverage», *Working Paper*, University of Michigan, Ann Arbor, MI.

DESAI, M. A.; FOLEY, C. F., y HINES, Jr., J. R. [2003]: «A Multinational Perspective on Capital Structure Choice and Internal Capital Markets», *Negotiation, Organizations and Markets Research Papers*, Harvard NOM Research Paper, n.º 03-27, <http://ssrn.com/abstract=405023>

FEDERACIÓN ESPAÑOLA DE HOTELES (FEH) [2000]: *Las cadenas hoteleras en España*, 1999. FEH, Madrid.

— [2001]: *El sector hotelero en España*, 2000, FEH, Madrid.

FORTUNE [1990]: *Hard lessons from the debt decade*, 18 de junio.

- FRANK, M. Z., y GOYAL, V. K. [2004]: «Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?», *EFA 2004 Maastricht Meetings Paper N.º 2464*, Tuck Contemporary Corporate Finance Issues III Conference Paper, <http://ssrn.com/abstract=567650>
- GONZALO ANGULO, J. A., PÉREZ GARCÍA, J., y SERRANO, R. [1998]: *Contabilidad superior. Análisis económico-financiero y patrimonial*, Instituto de auditores-censores jurados de cuentas de España, Madrid.
- GRINBLATT, M., y TITMAN, S. [2003]: *Mercados financieros y estrategia empresarial*, McGraw-Hill, Madrid.
- HOVAKIMIAN, A.; HOVAKIMIAN, G., y TEHRANIAN, H. [2003]: *Determinants of Target Capital structure: The Case of Dual Debt and Equity Issues*, AFA 2003 Washington, DC Meeting
- INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA (INE) [1993]: *Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CNAE-93)*.
- JENSEN, M. C. [1986]: «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Take Overs», *American Economic Review*, Vol. 76, pp. 323-29.
- JENSEN, M. C., y MECKLING, W. H. [1976]: «Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, n.º 3, pp. 305-360.
- JONES, F. L. [1987]: «Current techniques in bankruptcy prediction», *Journal of Accounting Literature*, Vol. 6, pp. 131-164.
- KESTER, W. [1986]: «Capital and ownership structure: a comparison of United States and Japanese manufacturing corporations», *Financial Management*, Vol. 15, pp. 5-16.
- KIM, W. G. [1997]: «The determinants of capital structure choice in the US restaurant industry», *Tourism Economics*, Vol. 3 (4), pp. 329-340.
- KIM, W., y SORENSEN, E. [1986]: «Evidence on the impact of the agency costs of debt in corporate debt policy», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 21, pp. 131-144.
- KWANSA, F. A.; JOHNSON, D., y OLSEN, M. [1987]: «Determinants of financial structure in the hotel industry and implications for the teaching of financial management in the hospitality industry», *Hospitality Education and Research Journal*, Vol. 10 (2), pp. 99-106.
- LEMMON, M. L., y ZENDER, J. F. [2002]: «Debt capacity and tests of capital structure theories», *working paper*, <http://ssrn.com/abstract=334780>
- LONG, M., y MALITZ, I. [1985]: *Investment patterns and financial leverage*, en FRIEDMAN, B. (Ed.): *Corporate capital structure in the United States*, Chicago: University of Chicago Press.
- LÓPEZ GRACIA, S.; GANDÍA, J. L., y MOLINA, R. [1998]: «La suspensión de pagos en las PYMES: una aproximación empírica», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. XXVIII, n.º 94, Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA), pp. 71-97.
- MANZANO, I., y PORRAS, M. J. [2002]: «Una aproximación al modelo contable de las empresas hoteleras», *Técnica Contable*, n.º 647, noviembre, pp. 883-903.
- MASEDA, A., e ITURRALDE, T. [2001]: «Una aproximación a la gestión de la liquidez a través del análisis del estado de flujos de tesorería», *Actualidad Financiera*, Vol. VI, n.º 7, julio, pp. 33-46.
- MELLE, M. [2001]: «Características diferenciales de la financiación entre las PYME y las grandes empresas españolas. Asimetrías informativas, restricciones financieras y plazos de endeudamiento», *Papeles de Economía Española*, n.º 89-90, pp. 140-166.
- MODIGLIANI, F., y MILLER, M. H. [1958]: «The cost of capital, corporation finance and the theory of investment», *American Economic Review*, Vol. 48, pp. 261-297.
- MORELLEC, E. [2001]: «Can managerial discretion explain observed leverage ratios?», *Simon School of Business Working Paper*, n.º FR 01-12, <http://ssrn.com/abstract=281535>
- MYERS, S. C. [1984]: «The Capital Structure Puzzle», *Journal of Finance*, n.º 39, julio, pp. 581-582.
- MYERS, S. C., y MAJLUF, N. S. [1984]: «Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have», *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, junio, pp. 187-221.

OPLER, T., y TITMAN, S. [1994]: «Financial Distress and Corporate Performance», *Journal of Finance*, n.º 49, pp. 15-40.

ROMERA, M. [2001]: «La importancia del cash-flow en la gestión financiera de la empresa», *Estrategia Financiera*, n.º 174, junio, pp. 8-15.

SAA, J. [1991]: «Los determinantes de las decisiones sobre fuentes de financiación de las empresas españolas», *Moneda y Crédito*, n.º 193, pp. 147-178.

— [1996]: «Financing Decisions: Lessons from the Spanish Experience», *Journal of The Financial Management Association*, Vol. XXV, n.º 3, pp. 44-56.

SHEEL, A. [1994]: «Determinants of capital structure choice and empirics on leverage behaviour: a comparative analysis of hotel and manufacturing firms», *Hospitality Research Journal*, Vol. 17, n.º 3, pp. 3-16.

SOGORB, F., y LÓPEZ GRACIA, J. [2003]: «Pecking Order Versus Trade-off: An Empirical Approach to the Small and Medium Enterprise Capital Structure», <http://ssrn.com/abstract=393160>

TITMAN, S., y WESSELS, R. [1988]: «The determinants of capital structure choice», *Journal of Finance*, Vol. 43, pp. 1-19.

VACAS, C. [2001]: «Análisis económico-financiero del sector hotelero», *Técnica Contable*, n.º 629, mayo, pp. 377-392.

ANEXO

TABLA A

RATIO DE ENDEUDAMIENTO A LARGO PLAZO TOTAL

n= 7984 obs.	2000		2001		2002		2003		MEDIA	
	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor
cte	-0,39	0,00	-0,41	0,00	-0,42	0,00	-0,46	0,00	-0,42	0,00
Media	0,10	0,00	0,10	0,00	0,11	0,00	0,12	0,00	0,11	0,00
Factor 1	0,03	0,00	0,04	0,00	0,06	0,00	0,06	0,00	0,05	0,00
Factor 2	0,38	0,00	0,36	0,00	0,34	0,00	0,35	0,00	0,36	0,00
Factor 3	0,03	0,01	0,03	0,00	0,03	0,00	0,04	0,00	0,03	0,00
Factor 4	0,02	0,36	0,07	0,02	0,03	0,39	0,05	0,10	0,04	0,22
Factor 5	-0,03	0,43	-0,02	0,56	-0,22	0,00	-0,19	0,00	-0,12	0,25
R2 ajust. (total)	0,39		0,42		0,51		0,48		0,45	

n= 7984 obs.	2000		2001		2002		2003		MEDIA	
	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor	coef.	p-valor
cte	0,55	0,00	0,58	0,00	0,62	0,00	0,53	0,00	0,57	0,00
Media	0,06	0,00	0,05	0,00	0,04	0,00	0,05	0,00	0,05	0,00
Factor 1	-0,06	0,00	-0,07	0,00	-0,09	0,00	-0,07	0,00	-0,07	0,00
Factor 2	-0,39	0,00	-0,40	0,00	-0,43	0,00	-0,37	0,00	-0,40	0,00
Factor 3	-0,04	0,00	-0,04	0,00	-0,04	0,00	-0,04	0,00	-0,04	0,00
Factor 4	0,00	0,97	0,01	0,58	0,00	0,99	-0,07	0,01	-0,01	0,64
Factor 5	0,05	0,13	0,00	0,95	0,12	0,00	0,07	0,08	0,06	0,29
R2 ajust. (total)	0,43		0,47		0,54		0,46		0,47	