Ana M. Vendrell Vilanova*

LAS PYMES INDUSTRIALES ESPAÑOLAS Y SU ENDEUDAMIENTO. CONOCIMIENTO DE SUS DETERMINANTES ESTRUCTURALES

Comprender las razones fundamentales que han llevado a nuestras empresas de menor tamaño a la situación financiera actual, debe pasar por la revisión de los condicionantes de su endeudamiento. Un entorno económico de restricción crediticia afecta de forma extrema a este tipo de empresa, dado que, como se obtiene de este estudio, la obtención de financiación en forma de deuda a largo plazo depende de la existencia de unas condiciones crediticias favorables, de la oferta de las entidades financieras, así como de una aportación relativa mayor de garantías patrimoniales. Igualmente, se obtiene que dentro del grupo de las empresas de menor tamaño, las que alcanzan cierta dimensión empresarial obtienen mejores condiciones de financiación, tanto en cantidad como en precio.

Palabras clave: *estructura de capital, decisión de endeudamiento, Teoría del Orden Jerárquico, pyme, restricción financiera.*
Clasificación JEL: *G32.*

1. Introducción

Los planteamientos de la Teoría del Orden Jerárquico (*Pecking Order theory*) parecen explicar de mejor forma la realidad financiera de las empresas pequeñas puesto que defiende que la estructura financiera se muestra sensible al tamaño de las empresas (Fama, 1985; Scherr *et al.*, 1990; Holmes y Kent, 1991; Hamilton y Fox, 1998 y Jordan *et al.*, 1998). Lo cual se podría trasladar a que la decisión de financiarse con deuda, en lugar de capital, puede ser una cuestión de necesidad más que de elección cuando no existe acceso igualitario con respecto a las grandes empresas. Y ello es así puesto que las pequeñas empresas tienen serias dificultades a la hora de emitir públicamente deuda o capital, o incluso papel comercial, a causa de su tamaño y el elevado coste de emitir títulos. Como resultado, las pequeñas empresas tienden a apoyarse fuertemente en la financiación bancaria —después de la autofinanciación— y, sobre todo, en el vencimiento a corto plazo renovable, el cual permite la supervisión continuada de la empresa y favorece modificaciones de las condiciones económicas de la deuda por parte de los acreedores financieros; y por supuesto en el crédito comercial (Fama, 1985;

* Profesora del Departamento de Administración de Empresas de la Universitat de Lleida.
Versión de noviembre de 2011.

Pettit y Singer, 1985; Petersen y Rajan, 1994; Jordan *et al.*, 1998; Coleman, 2000 y Hernández y Martínez, 2003).

En el entorno económico actual de restricción crediticia, el objetivo principal de este trabajo consiste en averiguar los condicionantes o características que llevan a que las empresas de menor tamaño sufran restricciones financieras de acceso a la financiación con deuda, a través de la Teoría del Orden Jerárquico.

Para ello nos remitimos a una muestra de 1.320 empresas industriales españolas, proporcionada por la Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE), en una etapa anterior de crecimiento moderado.

Del estudio obtenemos resultados que permiten concluir que los factores principales de la teoría del Orden Jerárquico, relativos a la política de reinversión de la empresa —esto es: la rentabilidad, el crecimiento y la aportación de garantías— detentan mayor poder predictivo/explicativo de la decisión de endeudamiento en las empresas de menor tamaño que en el resto. A la vez que permiten confirmar que las empresas de menor tamaño padecen restricción de acceso a la financiación bancaria a largo plazo.

2. La decisión de endeudamiento de las pymes a través de la Teoría del Orden Jerárquico

La aplicación específica de la Teoría del Orden Jerárquico a las pymes requiere considerar el problema de la asimetría informativa entre la empresa (*insiders*) y los inversores y acreedores financieros (*outsiders*), que tiende a ser mayor por varias razones:

- Desde el lado de la demanda de información: por unos costes fijos relativos mayores en la obtención de información de las pymes por parte de los inversores (Jaffee y Russell, 1976 y Berger y Udell, 1998).
- Desde el lado de la oferta de información: por un menor nivel de calidad de la información proporcionada (Pettit y Singer, 1985 y Selva y Giner, 1999) debido a una normativa contable, para el caso español, menos exigente con las pymes, por un lado, y por otro lado, por unos mayores costes en la elaboración de la misma.

Dicha elevada asimetría informativa lleva a los inversores a exigir, a las empresas de menor tamaño, unas rentabilidades superiores —acompañadas por unas mayores exigencias de aportar suficientes garantías patrimoniales— o a no mostrar incentivos para prestar los fondos solicitados, con mayor frecuencia y probabilidad respecto a las empresas de mayor dimensión, apareciendo el fenómeno denominado de restricción financiera (Stiglitz y Weiss, 1981). La situación mencionada acaba materializándose en una preferencia por la financiación interna, según propugna la Teoría del Orden Jerárquico, más acentuada en las empresas pequeñas, respecto a las grandes (Pettit y Singer, 1985).

La prioridad por el uso de la financiación interna se acrecienta debido a características propias de la empresa de menor tamaño, como son:

- La aversión a la pérdida de la propiedad y el control de la empresa (Pettit y Singer, 1985; Cosh y Hughes, 1994 y Hamilton y Fox, 1998) que justifica el hecho de no recurrir a la financiación externa con capital procedente de nuevos socios.
- El «efecto tamaño» en las pymes que implica una entrada en los mercados de capitales muy costosa o imposible y unos costes de transacción en la emisión de activos financieros mayores.
- La mayor probabilidad de quiebra asociada, dado un nivel de riesgo, que provoca que el coste de capital sea mayor (Chittenden *et al.*, 1996), cuanto menor es el tamaño de la empresa (Berryman, 1982). De nuevo, se trata de un «efecto tamaño».

Con todas las circunstancias comentadas el recurso a la deuda, dentro de los recursos externos es, de lejos, el más utilizado por las empresas de menor tamaño (Scherr *et al.*, 1993) y la hipótesis del Orden Jerárquico es una descripción apropiada de las prácticas financieras de las mismas.

Por ello, las investigaciones realizadas dentro del enfoque de la Teoría del Orden Jerárquico y para las empresas de menor tamaño han evolucionado propo-

niendo enfoques de mayor detalle respecto al uso de la financiación; dentro de las cuales han de destacarse las propuestas por Ang (1991), Holmes y Kent (1991) y Zoppa y McMahon (2002).

El planteamiento de Ang (1991) propone una versión de la Teoría del Orden Jerárquico «revisada», según la cual las aportaciones de los socios actuales se constituyen como la fuente de financiación preferida, tras la retención de beneficios y por delante de la utilización de la deuda.

Por su parte, Holmes y Kent (1991) aluden a una Teoría del Orden Jerárquico «restringida» reformulada de la siguiente manera:

- Al establecimiento de la empresa los fondos procederán de las aportaciones de los socios fundadores.
- Ante necesidades de nuevos fondos, el primer recurso al que se acudirá será la retención de beneficios o nuevas aportaciones de los actuales socios.
- En caso de necesitar recurrir a la financiación externa, se preferirá el uso de la deuda a corto plazo, frente a la deuda a largo plazo.

Finalmente, Zoppa y McMahon (2002) proponen una Teoría del Orden Jerárquico «modificada» en la que las fuentes de financiación utilizadas, por orden de preferencia, son las siguientes:

- La reinversión de los beneficios —cuyo concepto amplio incluye, además, las contribuciones en especie de los dirigentes-propietarios actuales, una extensa jornada laboral y salarios por debajo del mercado—.
- La financiación con deuda a corto plazo —empezando con un mayor uso del crédito comercial y el uso de la tarjeta de crédito personal—.
- La financiación con deuda a largo plazo —posiblemente empezando con préstamos a largo plazo de los propietarios actuales, o también denominado *quasi-equity*, en la terminología anglosajona, y quizás de los familiares y amistades—.

Las inyecciones de nuevo capital de los actuales socios —probablemente incluyendo a sus familiares y amigos, y reflejando la plena aceptación de los actuales propietarios de bajos o nulos dividendos—.

- Las ampliaciones de capital que implican la entrada de nuevos socios —incluyendo capital riesgo, *business angels*, etcétera—.

Vemos pues que, aunque los planteamientos no coinciden en el orden exacto del uso de los diferentes tipos de financiación, parece basarse, principalmente, en los ahorros personales, las aportaciones de los socios existentes y la retención de beneficios. En caso de insuficiencia de fondos se recurrirá a la deuda a corto plazo, en primer lugar, y a la deuda a largo plazo, después. En último lugar, se encuentra la emisión de nuevas acciones, puesto que puede conllevar la dilución de la propiedad y el control de la empresa, cuestión que no resulta del agrado de los dirigentes-propietarios de dichas empresas.

Las empresas de menor tamaño no son ajenas a la madurez de la deuda a la hora de financiar sus proyectos de inversión puesto que la deuda a corto plazo imprime menor asimetría informativa y facilita la mejora de las relaciones bancarias —o con los acreedores financieros, en general—. Las continuas recogidas de nueva información financiera que conllevan las renovaciones de la deuda a corto plazo y la posibilidad de modificar las condiciones económicas de la misma son las que propician que las empresas de menor tamaño la utilicen (Petersen y Rajan, 1994 y Hernández y Martínez, 2003).

3. Variables determinantes del endeudamiento de las pymes

Partiendo de la línea de investigación del trabajo de Baskin (1989) analizamos los factores/variables que influyen de forma relevante y estable en el tiempo en la decisión de endeudamiento de las empresas de distintos tamaños. Al considerarse en nuestro estudio un período total que va desde el año 1993 al 2001 resulta interesante poder ver la evolución de la variable dependiente y de los factores determinantes de la deuda a lo largo del tiempo y la influencia de un período caracterizado por un entorno económico de decrecimiento moderado —años 1993 y 2001— y la de un período caracterizado

por una situación económica en crecimiento moderado —años 1994 hasta 2000—.

Las hipótesis que han sido contrastadas relativas a las principales variables determinantes tanto para el endeudamiento total, a largo y a corto plazo, y el tamaño empresarial se detallan a continuación.

El tamaño de las pymes

El tamaño es una de las principales características que determina el acceso a la financiación con deuda intermediada o de mercado y, por ende, la mayor o menor restricción de acceso financiero, como indican Gertler y Gilchrist (1994) y Bougheas *et al*. (2006). La existencia de información asimétrica mayor para las empresas de menor tamaño es la razón que lo justifica (Hutchinson *et al.*, 1998). De forma que podemos formular la hipótesis siguiente:

Hipótesis tamaño: la variable tamaño favorece la obtención de deuda a largo plazo de forma más intensa en el grupo de empresas de menor tamaño, respecto al resto de tamaños.

La rentabilidad de las pymes

Las empresas de mayor tamaño son las que tienen mayores posibilidades de generar fondos internamente con los que financiar su actividad y sus inversiones siguiendo los preceptos de la Teoría del Orden Jerárquico. De forma que la hipótesis a formular sería:

Hipótesis rentabilidad: la variable rentabilidad desincentiva la obtención de deuda a largo plazo de forma más intensa en el grupo de empresas de menor tamaño, respecto al resto de tamaños.

Las garantías patrimoniales de las pymes

Para las empresas de pequeño tamaño ofrecer garantías patrimoniales llega a ser imprescindible para obtener financiación con deuda, sobre todo, a largo plazo. Ello es así, de acuerdo a la Teoría del Orden Jerárquico, por la disminución de la asimetría informativa que el colateral imprime. Sin embargo, el escaso nivel de colateral que suelen ostentar les obliga a solicitar deuda a corto plazo (López y Aybar, 2000). La hipótesis en este caso se formula de la siguiente manera:

Hipótesis garantías patrimoniales: la variable garantías patrimoniales favorece la obtención de deuda a largo plazo de forma más aguda en el grupo de empresas de menor tamaño, respecto al resto de tamaños.

El crecimiento de las pymes

Michaelas *et al.* (1999) plantean que dentro de las empresas de rápido crecimiento las pequeñas son las que, con mayor probabilidad, no disponen de suficientes fondos internos para financiar su crecimiento. Y, por ello, dada la aversión y dificultades de los propietarios de las pymes para emitir capital, deberán obtener los fondos adicionales necesarios a través del endeudamiento y en el vencimiento a corto plazo. La hipótesis se formula de la siguiente forma:

Hipótesis crecimiento: la variable crecimiento fuerza la necesidad de obtener deuda a largo plazo de forma más intensa en el grupo de empresas de menor tamaño, respecto al resto de tamaños.

El acceso a la deuda bancaria de las pymes

La restricción financiera en el endeudamiento bancario a largo plazo, en el caso de las pequeñas empresas, suele manifestarse mediante una mayor dependencia del endeudamiento a corto plazo y, todavía más del endeudamiento a corto plazo bancario como ya demostraron Oliner y Rudebusch (1996) y Bougheas *et al.* (2006). De forma que la hipótesis sería:

Hipótesis acceso deuda bancaria: las empresas de menor tamaño padecen restricción financiera de acceso

a la financiación con deuda bancaria, en el vencimiento a largo plazo; que se constata por unas mayores dificultades para emitir nueva deuda a largo plazo y por una dependencia acusada del endeudamiento a corto plazo.

El coste financiero de las pymes

El tipo de interés en la economía y su traslación al coste financiero empresarial es muy importante para determinar el endeudamiento de la empresa. Con una mayor repercusión sobre las empresas de menor tamaño, las cuales se ven más afectadas por los cambios ocurridos en el entorno económico que las empresas de mayor tamaño.

Así, ante una política monetaria restrictiva la respuesta del sector bancario —principal fuente de financiación con deuda de las pymes— afecta de forma desproporcionada a las empresas pequeñas respecto a las grandes empresas (Bougheas *et al.*, 2006). Por ello, la hipótesis formulada es:

Hipótesis coste financiero: las empresas de menor tamaño padecen restricción financiera de acceso a la financiación con deuda bancaria en el vencimiento a largo plazo, a través de un coste financiero mayor.

El ciclo económico y las pymes

Trabajos institucionales, como el de *British Bankers Association*, afirman que las pequeñas empresas se ven más afectadas por las épocas de recesión económica, reflejándose en la obtención de una menor financiación procedente de las entidades financieras. Por su parte, el Bank of England (1998) confirma que tras una recesión económica, durante la cual las pequeñas empresas tienen que apoyarse en mayor medida en los fondos generados internamente, los niveles de endeudamiento se reducen, posiblemente como reacción de los propietarios de las empresas para evitar en el futuro volver a tener problemas por los niveles de deuda demasiado elevados, y a la vez se dan aumentos de los volúmenes de liquidez.

Así, las empresas más pequeñas son las más afectadas ante restricciones crediticias del lado de la oferta. Con lo cual se propiciará que este tipo de empresas tiendan a endeudarse a largo plazo, en mayor proporción, cuando los tipos de interés sean bajos de forma más acentuada. Y, por el contrario, cuando exista una política monetaria restrictiva, con elevados tipos de interés, tenderán a utilizar relativamente deuda a corto plazo en mayor medida. En este caso se formula la siguiente hipótesis:

Hipótesis ciclo económico: el ciclo económico afectará de forma más importante a las empresas de menor tamaño. De modo que durante las etapas de expansión económica se espera que su nivel de endeudamiento empresarial sea mayor. Y para el vencimiento a largo plazo, al contrario que en el de corto plazo.

4. Metodología

El presente estudio plantea un modelo multivariante dinámico de regresión logística binaria para la decisión de endeudamiento que analiza la deuda total y su madurez[1] de forma separada, y para los distintos tamaños empresariales por su posible aportación de comprensión adicional[2]. Para aplicar el estudio empírico utilizamos una muestra de empresas industriales españolas obtenidas de la Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE)[3]. Los datos procedentes de la encuesta[4] configuran un

[1] Un importante grupo de estudios —como los de WIJST y THURIK (1993), SCHIANTARELLI y SEMBENELLI (1997) y BEVAN y DANBOLT (2002), entre otros— han apoyado y confirmado la necesidad de analizar la estructura de madurez de la deuda de forma desagregada.

[2] Este planteamiento se realiza porque examinar la estructura de capital a nivel agregado puede enmascarar factores que solo afectan a un tipo determinado de deuda. Y de modo similar, puede haber factores que afecten al endeudamiento a nivel agregado que sean el resultado de decisiones separadas en diferentes tipos de deuda y no necesariamente el resultado de una única decisión relacionada con la deuda a nivel agregado, según evidencian ALLAYANNIS *et al.* (2003).

[3] Dicha base está dirigida por el Programa de Investigaciones Económicas de la Fundación SEPI (antes Fundación Empresa Pública), la cual viene realizando desde el año 1990 la encuesta a las empresas industriales españolas por encargo del entonces llamado Ministerio de Industria.

[4] Dentro de la totalidad de datos contenidos se muestran las principales partidas del balance anual y de la cuenta de pérdidas y ganancias, así como el valor de las inversiones en inmovilizado material que permiten su utilización para el estudio de la situación financiera de las empresas (GARCÍA, 2003).

panel[5] de empresas que en nuestro estudio se compone de 1.320 empresas industriales españolas para el período 1993-2001.

Se analiza el sector industrial por el hecho de que queremos minimizar las posibles diferencias intersectoriales que pueden confundir los resultados, siguiendo a Zoppa y McMahon (2002), por estar la fuente de financiación elegida vinculada a las oportunidades de inversión propias del sector (Suárez, 2000).

El modelo diseñado se estima para el período 1993-2001, a través del programa estadístico SPSS utilizando el método de la máxima verosimilitud para estimar los parámetros[6].

El modelo global se puede representar matemáticamente de la siguiente manera:

$$DEUD_{i,t+1} = f(TAM_{i,t}; RENT_{i,t}; GARAN_{i,t}; CREC_{i,t}; FBA_{i,t}; COST_{i,t}; AÑO_{i,t}) \quad [1]$$

Donde los subíndices *i* y *t* se refieren a la empresa individual de la que proviene el dato y al momento temporal en que se recogió, respectivamente. Las siglas se refieren a la variable dependiente y a las variables analizadas (ver los Cuadros A1 y A2 del Anexo).

Dicho modelo se ha aplicado en nueve ocasiones para contemplar las tres variables dependientes analizadas: la deuda total, la deuda a largo plazo y la deuda a corto plazo, y los tres tamaños empresariales para cada una de las anteriores.

Dentro de los resultados obtenidos con el modelo de regresión *logit* obtenemos uno destacado por ser indicativo de la existencia de un efecto cuadrático por parte de la variable tamaño. Como el mismo requiere ser analizado con mayor detenimiento planteamos un análisis específico *tobit* para confirmarlo y, además, trabajar la existencia de restricciones de acceso a la deuda a largo plazo.

5. Resultados del estudio

Los resultados obtenidos confirman una influencia claramente diferenciada de las distintas variables sobre la decisión de endeudamiento, según la madurez de la deuda y los distintos tamaños empresariales considerados.

Los Cuadros A1, A2 y A3[7] muestran los coeficientes y el signo obtenidos, además de los datos de la desviación estándar y del p-valor según el test de Wald —junto al resto de contrastes estadísticos aplicados— para la muestra de empresas pequeñas, medianas y grandes y las tres variables dependientes consideradas: deuda total, deuda a largo plazo y deuda a corto plazo.

En el Cuadro A4[8] se pueden observar los resultados obtenidos de la regresión *logit* aplicada para detectar el efecto cuadrático del tamaño, mencionado más arriba. Y, finalmente, el Cuadro A5[9] muestra los resultados del análisis *tobit* realizado para la muestra de empresas que obtienen deuda a largo plazo.

Los resultados obtenidos destacan las siguientes observaciones a la decisión de endeudamiento de la empresa industrial española:

- Para el factor tamaño destaca la aparición de un posible efecto cuadrático en la empresa pequeña. Al realizar un análisis econométrico específico para este efecto, se confirma que alcanzar cierta dimensión supone una ayuda para obtener deuda. En las empresas de pequeño tamaño, además, se detecta una mayor dependencia de la deuda en el vencimiento a corto plazo, que nos indica de forma indirecta una posible restricción financiera a la deuda a largo plazo, por ser aquélla la

[5] Permite el acceso a los datos a nivel individualizado y no agregado como en la mayoría de bases. Por otro lado, se trata de un panel de empresas en lugar de una muestra aleatoria anual, de modo que facilita el seguimiento del mismo conjunto de empresas a lo largo del tiempo y la evolución del comportamiento de los parámetros considerados en la encuesta.

[6] Un estudio previo de la existencia de multicolinealidad en las variables independientes no revela problemas significativos.

[7] Dichos cuadros pueden encontrarse en el Anexo, al final del presente artículo.

[8] Dicho cuadro puede encontrarse en el Anexo, al final del presente artículo.

[9] Ibídem.

que induce menores asimetrías informativas y menores costes de transacción.

● Respecto al factor de la rentabilidad se obtienen los efectos predichos y se constituye como uno de los principales determinantes del endeudamiento empresarial a largo plazo, ocupando el tercer lugar en importancia para las empresas de menor tamaño.

● De acuerdo a la hipótesis planteada para las garantías patrimoniales se obtiene que las empresas de menor tamaño dependen en mayor medida de ellas para obtener deuda a largo plazo. Los resultados obtenidos están indicando una restricción financiera en las empresas de pequeño tamaño manifestada con un mayor precio a pagar, a través de las garantías aportadas por los fondos de deuda a largo plazo.

Este resultado se confirma con el análisis *tobit* hecho con la muestra de empresas endeudadas a largo plazo, dado que se detecta una mejora de la proporción de deuda a largo plazo cuando existe mayor proporción de activos colateralizables en las empresas pequeñas.

Dicho factor se constituye como el de mayor influencia para las empresas pequeñas, materializado mediante un coeficiente de mayor envergadura al resto de variables consideradas.

● Sin duda, el factor del crecimiento muestra un claro comportamiento diferenciado según el tamaño que se analice. Resulta influyente sobre las empresas pequeñas y medianas consiguiendo un aumento de su endeudamiento a largo plazo; sin embargo, el valor del coeficiente obtenido es mayor para las empresas medianas.

El resultado se confirma cuando se realiza el estudio extendido con análisis *tobit* para las empresas endeudadas a largo plazo.

El factor del crecimiento resulta de los de mayor importancia, por detrás del de las garantías patrimoniales, en el endeudamiento a largo plazo.

● El acceso a la deuda bancaria obtenida en el vencimiento a largo plazo se ha mostrado de mayor influencia en las empresas de mediano tamaño. Lo cual parece lógico para las empresas grandes puesto que tienen la alternativa en el mercado público, pero no así para las empresas pequeñas.

Una vez más, para obtener evidencia adicional se ha realizado el análisis extendido *tobit* para la muestra de empresas que obtienen deuda a largo plazo, pero no se obtiene ningún cambio. Entonces, nos encontramos con que las empresas pequeñas que obtienen deuda a largo plazo se apoyan de forma más importante en el resto de deuda financiera a largo plazo procedente, con mucha probabilidad, de entidades financieras de *leasing,* principalmente.

● El coste de financiación se ha mostrado menos influyente en las empresas de menor dimensión a la hora de endeudarse en el vencimiento a largo plazo. Dicho resultado reaparece cuando se analiza la muestra de empresas endeudadas a largo plazo, gracias al análisis *tobit*.

Con lo cual debemos reformular nuestra hipótesis de trabajo de la manera siguiente: «las empresas de menor tamaño no se rigen de forma tan importante por el coste financiero cuando deciden endeudarse a largo plazo, como las empresas de mayor tamaño».

En definitiva, ello nos marca de forma indirecta la problemática —restricción financiera en precio— a la hora de obtener deuda a largo plazo por parte de las empresas pequeñas industriales españolas.

● La variable de ciclo económico ha mostrado que las empresas industriales españolas han venido aumentando su nivel de endeudamiento a largo plazo y en mayor medida por parte de las empresas pequeñas cuando han mejorado las condiciones crediticias a raíz de la convergencia a la moneda única europea. Un resultado como el obtenido es indicativo de que las empresas pequeñas están sometidas a restricción financiera dado que son las que cuando las condiciones crediticias mejoran aumentan en mayor medida su nivel de endeudamiento a largo plazo.

La importancia del tamaño, la rentabilidad y las garantías patrimoniales para obtener deuda a largo plazo se muestra, también, a través de su comportamiento a lo largo de los años analizados; dado que son las va-

riables para las que se han obtenido los efectos más duraderos.

6. Conclusiones

El presente artículo pretende añadir comprensión a la cuestión debatida en la actualidad sobre los aspectos diferenciadores en la decisión de financiación de las empresas de menor tamaño, a través del estudio de la existencia de restricciones financieras de acceso a la deuda a largo plazo bancaria.

El modelo empírico aplicado utiliza una regresión logística con metodología de datos panel a una muestra de empresas industriales españolas y se plantean siete hipótesis relativas a las variables determinantes del endeudamiento a largo y a corto plazo. Con el objeto de analizar con mayor detenimiento el fenómeno de las restricciones financieras se ha aplicado un análisis *tobit* a la muestra de empresas que detentan deuda a largo plazo.

Como resultado principal destacamos que las variables determinantes de la política de reinversión, según la Teoría del Orden Jerárquico, son las que influyen de forma más importante en el endeudamiento a largo plazo para las empresas de menor tamaño. Estas variables son: las garantías patrimoniales, el crecimiento y la rentabilidad.

Respecto a las variables que nos aproximan a la restricción crediticia se han obtenido evidencias claras cuando se analiza únicamente la muestra de empresas pequeñas que obtienen deuda a largo plazo. Así, comprobamos que la empresa pequeña con mayor acceso a la deuda a largo plazo es la que detenta mayor dimensión, que posee un importante patrimonio colateralizable, que aprovecha las etapas económicas de condiciones crediticias favorables y que depende principalmente del crédito bancario, para conseguir deuda a largo plazo.

Viendo los resultados obtenidos en el pasado podemos entender con mayor claridad que la crisis económica y financiera actual esté afectando en mayor medida a las empresas de menor tamaño. A la vez que nos permite identificar aquellas variables sobre las que se podría actuar a nivel institucional para fortalecer la estructura financiera de nuestras empresas y evitar en futuros escenarios desfavorables restricciones financieras tan severas.

Referencias bibliográficas

[1] ALLAYANNIS, G. *et al.* (2003): «Capital Structure and Financial Risk: Evidence From Foreign Debt Use in East Asia*», The Journal of Finance,* 58 (6): 2.667-2.709.

[2] BASKIN, J. (1989): «An Empirical Investigation of the Pecking Order Theory*», Financial Management,* 18: 26-35.

[3] BEVAN, A. y DANBOLT, J. (2002): «Capital Structure and Its Determinants in the United Kingdom. A Decompositional Analysis*», Applied Financial Economics,* 12, (3): 159-170.

[4] BOUGHEAS, S. *et al.* (2006): «Access to External Finance: Theory and Evidence on the Impact of Monetary Policy and Firm-Specific Characteristics*», Journal of Banking and Finance,* 30: 199-227.

[5] CHITTENDEN, F.; HALL, G. y HUTCHINSON, P. (1996): «Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and an Empirical Investigation*», Small Business Economics,* 8 (1): 59-67.

[6] GALLIZO, J. L. y VENDRELL, A. (2006): «Factores determinantes de los patrones de financiación de las pyme industriales españolas», *Economía efectiva,* cap. III, 879-895. Ed. Milenio. Lleida.

[7] GERTLER, M. y GILCHRIST, S. (1994): «Monetary Policy, Business Cycles, and the Behaviour of Small Manufacturing Firms*», Quarterly Journal of Economics,* 109 (2): 309-340.

[8] HALL, G. *et al.* (2000): «Industry Effects on the Determinants of Unquoted SMEs' Capital Structure*», International Journal of the Economics of Business,* 7 (3): 297-312.

[9] MYERS, S. y MAJLUF, N. (1984): «Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Than Investors Do Not Have*», Journal of Financial Economics,* 13: 187-221.

[10] PETERSEN, M. y Rajan, R. (1994): «The Benefits of Lending Relationships: Evidence From Small Business Data*», The Journal of Finance,* vol. XLIX (1), March, 3-37.

[11] SCHIANTARELLI, F. y SEMBENELLI, A. (1997): «The Maturity Structure of Debt. Determinants and Effects on Firms' Performance. Evidence From the United Kingdom and Italy», *Policy Research Working Paper, vol. 1699*, The World Bank. Policy Research Department. Finance and Private Sector Development Division: 1-30.

[12] SEGURA, J. y TOLEDO, L. (2003): «Tamaño, estructura y coste de financiación de las empresas industriales españolas», *Investigaciones Económicas,* vol. XXVII (1): 39-69.

[13] STIGLITZ, J. y WEISS, A. (1981): «Credit Rationing in Markets With Imperfect Information*», American Economic Review,* 71: 393-410.

[14] TITMAN, S. y WESSELS, R. (1988): «The Determinants of Capital Structure Choice», *Journal of Finance*, vol. 43, (1): 1-19.

[15] WHITED, T. (1992): «Debt, Liquidity Constraints, and Corporate Investment: Evidence From Panel Data», *Journal of Finance*, vol. XLVII (4): September, 1425-1460.

[16] WIJST, N. v. d. y THURIK, R. (1993): «Determinants of Small Firm Debt Ratios: An Analysis of Retail Panel Data», *Small Business Economics,* 5: 55-65.

[17] ZOPPA, A. y McMAHON, R. (2002): «Pecking Order Theory and the Financial Structure of Manufacturing SMEs From Australia's Business Longitudinal Survey», *School of Commerce y Flinders University* (ed.), cap. 02-1, Adelaide – Australia.

ANEXO

CUADRO A1

RESULTADOS DE LA REGRESIÓN LOGÍSTICA APLICADA A LA DEUDA TOTAL, DEUDA A LARGO PLAZO Y DEUDA A CORTO PLAZO EN LA EMPRESA PEQUEÑA INDUSTRIAL ESPAÑOLA, 1994-2001

	Deuda total			Deuda a largo plazo			Deuda a corto plazo		
Variables	Beta	Desviación estándar	P-valor (Wald)	Beta	Desviación estándar	P-valor (Wald)	Beta	Desviación estándar	P-valor (Wald)
Año 1996	0,0839	0,1721	0,6260	0,0961	0,1761	0,5852	–0,1553	0,1753	0,3757
Año 1997	0,4186	0,1820	0,0215	0,3399	0,1860	0,0676	–0,0484	0,1845	0,7930
Año 1998	0,7211	0,1932	0,0002	0,7403	0,1984	0,0002	–0,0733	0,1944	0,7060
Año 1999	0,6638	0,2028	0,0011	0,8373	0,2102	0,0001	0,0044	0,2045	0,9829
Año 2000	0,7080	0,2115	0,0008	0,8924	0,2193	0,0000	0,0452	0,2131	0,8321
Año 2001	0,5199	0,2067	0,0119	0,8164	0,2149	0,0001	–0,1258	0,2088	0,5468
TAM	0,3055*#	0,1103	0,0056	0,0903	0,1128	0,4231	0,5824	0,1128	0,0000
RENT	–0,5568*	0,1833	0,0024	–0,5186*	0,1875	0,0057	–0,3827*	0,1827	0,0363
GARAN	–0,2358	0,1959	0,2287	3,0148*#	0,2241	0,0000	–2,3060*#	0,2081	0,0000
CRECINM	0,1227	0,0712	0,0847	0,1249	0,0692	0,0710	–0,0157	0,0308	0,6105
CRECVTAS	0,3007	0,1573	0,0559	0,1334	0,1416	0,3461	0,0588	0,1311	0,6541
INVINM	0,1000	0,1703	0,5573	0,6196*	0,2310	0,0073	–0,0910	0,1337	0,4958
COST	0,0942*	0,0231	0,0000	0,0921*	0,0241	0,0001	0,0184	0,0229	0,4229
FBAL	–0,1604	0,2071	0,4386	1,0662*#	0,5405	0,0485	–0,5586	0,4968	0,2609
FBAC	0,0363	0,0503	0,4705	–0,0848	0,0542	0,1181	0,0390	0,0521	0,4540
Constante	–1,9374	0,6922	0,0051	-2,4296	0,7170	0,0007	-1,6238	0,7027	0,0208
	–2 LL	R2 de C. y S.	R2 de N.	-2 LL	R2 de C. y S.	R2 de N.	-2 LL	R2 de C. y S.	R2 de N.
	3.336,1375	0,0565	0,0761	3.190,9975	0,1142	0,1534	0,1438	0,1370	0,1895
	% éxitos	Ajuste HL	P-valor χ^2	% éxitos	Ajuste HL	P-valor χ^2	% éxitos	Ajuste HL	P-valor χ^2
	61,0000	17,9180	0,0218	66,7000	30,5390	0,0002	64,1000	27,9780	0,0005

NOTAS: * Coincide con las predicciones de la Teoría del Orden Jerárquico. # Coincide con las predicciones de la Teoría del Equilibrio Estático.
FUENTE: Elaboración propia a partir de la Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE).

ANEXO *(continuación)*

CUADRO A2

RESULTADOS DE LA REGRESIÓN LOGÍSTICA APLICADA A LA DEUDA TOTAL, DEUDA A LARGO PLAZO Y DEUDA A CORTO PLAZO EN LA EMPRESA MEDIANA INDUSTRIAL ESPAÑOLA, 1994-2001

	Deuda total			Deuda a largo plazo			Deuda a corto plazo		
Variables	Beta	Desviación estándar	P-valor (Wald)	Beta	Desviación estándar	P-valor (Wald)	Beta	Desviación estándar	P-valor (Wald)
Año 1996	0,4199	0,2204	0,0568	0,1092	0,2210	0,6213	0,0320	0,2217	0,8852
Año 1997	0,5389	0,2335	0,0210	0,3615	0,2342	0,1226	0,1404	0,2334	0,5475
Año 1998	0,5021	0,2667	0,0597	0,5876	0,2667	0,0276	–0,1661	0,2648	0,5304
Año 1999	0,7107	0,2936	0,0155	0,5018	0,2926	0,0863	–0,0130	0,2889	0,9640
Año 2000	0,9963	0,2989	0,0009	0,6932	0,2970	0,0196	0,1605	0,2940	0,5850
Año 2001	0,6904	0,2866	0,0160	0,8218	0,2859	0,0040	–0,0907	0,2828	0,7483
TAM	–0,6758	0,1613	0,0000	–0,4081	0,1605	0,0110	–0,3665*#	0,1613	0,0231
RENT	–2,4277*	0,4555	0,0000	–1,1786*	0,4218	0,0052	–1,8451*	0,4441	0,0000
GARAN	–1,4010	0,3435	0,0000	2,4626*#	0,3386	0,0000	–4,0068*#	0,3775	0,0000
CRECINM	0,2632	0,1528	0,0849	–0,0169	0,1256	0,8928	0,3714	0,1641	0,0237
CRECVTAS	0,4261	0,1846	0,0210	0,2035	0,1529	0,1832	0,1314	0,1463	0,3693
INVINM	0,6789	0,4002	0,0898	1,6288*	0,4602	0,0004	0,4402	0,3976	0,2682
COST	0,1928*	0,0409	0,0000	0,1119*	0,0398	0,0049	0,0678	0,0393	0,0850
FBAL	–0,0521	0,1098	0,6349	3,2521*#	0,8712	0,0002	–0,1070	0,1602	0,5043
FBAC	0,1585	0,0922	0,0857	0,0163	0,0804	0,8389	0,1926*#	0,0966	0,0461
Constante	3,4732	1,1541	0,0026	0,4746	1,1358	0,6761	4,0492	1,1551	0,0005
	–2 LL	R2 de C. y S.	R2 de N.	–2 LL	R2 de C. y S.	R2 de N.	–2 LL	R2 de C. y S.	R2 de N.
	2.001,2603	0,1204	0,1608	1.998,5764	0,1167	0,1560	1.984,9624	0,1317	0,1756
	% éxitos	Ajuste HL	P-valor χ^2	% éxitos	Ajuste HL	P-valor χ^2	% éxitos	Ajuste HL	P-valor χ^2
	67,6000	30,5150	0,0002	65,9000	11,8190	0,1595	68,4000	46,3800	0,0000

NOTAS: * Coincide con las predicciones de la Teoría del Orden Jerárquico. # Coincide con las predicciones de la Teoría del Equilibrio Estático.
FUENTE: Elaboración propia a partir de la Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE).

ANEXO *(continuación)*

CUADRO A3

RESULTADOS DE LA REGRESIÓN LOGÍSTICA APLICADA A LA DEUDA TOTAL, DEUDA A LARGO PLAZO Y DEUDA A CORTO PLAZO EN LA EMPRESA GRANDE INDUSTRIAL ESPAÑOLA, 1994-2001

	Deuda total			Deuda a largo plazo			Deuda a corto plazo		
Variables	Beta	Desviación estándar	P-valor (Wald)	Beta	Desviación estándar	P-valor (Wald)	Beta	Desviación estándar	P-valor (Wald)
Año 1996	–0,1957	0,2205	0,3746	0,0097	0,2052	0,9625	–0,2017	0,2251	0,3702
Año 1997	–0,1904	0,2368	0,4213	0,0561	0,2209	0,7995	0,0668	0,2421	0,7826
Año 1998	0,4103	0,2795	0,1422	0,4866	0,2576	0,0589	0,3004	0,2813	0,2855
Año 1999	0,7532	0,3258	0,0208	0,7821	0,2972	0,0085	0,5356	0,3245	0,0988
Año 2000	0,8136	0,3400	0,0167	0,9002	0,3107	0,0038	0,6802	0,3391	0,0449
Año 2001	0,5971	0,3196	0,0617	0,8269	0,2930	0,0048	0,5104	0,3202	0,1110
TAM	–0,3031	0,1456	0,0373	–0,3199	0,1357	0,0184	–0,1942	0,1479	0,1890
RENT	–4,0906*	0,5875	0,0000	–3,1474*	0,5105	0,0000	–1,3097*	0,4859	0,0070
GARAN	–5,2318	0,4872	0,0000	1,5809*#	0,3828	0,0000	–8,4817*#	0,5702	0,0000
CRECINM	–0,0196	0,0527	0,7098	–0,0147	0,0522	0,7783	–0,1880	0,1460	0,1977
CRECVTAS	0,0212	0,0178	0,2323	0,0135	0,0205	0,5083	0,1533	0,1431	0,2840
INVINM	0,3231	0,5612	0,5648	–0,0965	0,2757	0,7264	0,1372	0,4376	0,7539
COST	0,1448*	0,0499	0,0037	0,1507*	0,0441	0,0006	0,1036*	0,0492	0,0354
FBAL	1,4266	0,8704	0,1012	2,9010*#	0,8755	0,0009	–0,2047	0,8665	0,8132
Constante	5,6478	1,2409	0,0000	0,9397	1,1083	0,3965	6,5689	1,2507	0,0000
	–2 LL	R2 de C. y S.	R2 de N.	–2 LL	R2 de C. y S.	R2 de N.	–2 LL	R2 de C. y S.	R2 de N.
	1787,0201	0,2023	0,2738	2004,2965	0,1092	0,1465	1739,9748	0,2506	0,3353
	% éxitos	Ajuste HL	P-valor χ^2	% éxitos	Ajuste HL	P-valor χ^2	% éxitos	Ajuste HL	P-valor χ^2
	75,1000	51,8610	0,0000	64,6000	12,3360	0,1368	78,0000	83,2710	0,0000

NOTAS: * Coincide con las predicciones de la Teoría del Orden Jerárquico. # Coincide con las predicciones de la Teoría del Equilibrio Estático.
FUENTE: Elaboración propia a partir de la Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE).

ANEXO *(continuación)*

CUADRO A4

RESULTADOS DE LA REGRESIÓN LOGÍSTICA APLICADA A LA DEUDA TOTAL PARA ANALIZAR EL EFECTO CUADRÁTICO DEL TAMAÑO. ANÁLISIS PARA LA TOTALIDAD DE EMPRESAS: PEQUEÑA, MEDIANA Y GRAN EMPRESA INDUSTRIAL ESPAÑOLA, 1994-2001

	Deuda total Total empresas			Deuda total Empresa pequeña			Deuda total Empresa mediana			Deuda total Empresa grande		
Variables	Beta	Desviación estándar	P-valor (Wald)	Beta	Desviación estándar	P-valor (Wald)	Beta	Desviación estándar	P-valor (Wald)	Beta	Desviación estándar	P-valor (Wald)
Año 1996	–0,5508	0,1400	0,0001	0,0839	0,1721	0,6260	–0,7007	0,2862	0,0144	–0,1957	0,2205	0,3746
Año 1997	–0,4723	0,1348	0,0005	0,4186	0,1820	0,0215	–0,2746	0,2774	0,3221	–0,1904	0,2368	0,4213
Año 1998	–0,3089	0,1151	0,0073	0,7211	0,1932	0,0002	–0,1486	0,2308	0,5196	0,4103	0,2795	0,1422
Año 1999	0,0048	0,1033	0,9630	0,6638	0,2028	0,0011	–0,1936	0,2066	0,3486	0,7532	0,3258	0,0208
Año 2000	0,0658	0,0984	0,5033	0,7080	0,2115	0,0008	0,0089	0,1935	0,9632	0,8136	0,3400	0,0167
Año 2001	0,1877	0,1018	0,0651	0,5199	0,2067	0,0119	0,3022	0,1968	0,1248	0,5971	0,3196	0,0617
TAM	1,1813	0,4822	0,0143	0,3055	0,1103	0,0056	8,2175	4,0752	0,0437	–0,3031	0,1456	0,0373
TAM^2	–0,1126	0,0387	0,0037	—	—	—	–0,7011	0,3215	0,0292	—	—	—
RENT	–1,1892	0,1617	0,0000	–0,5568	0,1833	0,0024	–2,4239	0,4557	0,0000	–4,0906	0,5875	0,0000
GARAN	–0,3239	0,1388	0,0196	–0,2358	0,1959	0,2287	–1,3213	0,3447	0,0001	–5,2318	0,4872	0,0000
CRECINM	0,0636	0,0428	0,1378	0,1227	0,0712	0,0847	0,2543	0,1520	0,0943	–0,0196	0,0527	0,7098
CRECVTAS	0,0926	0,0699	0,1854	0,3007	0,1573	0,0559	0,4278	0,1847	0,0206	0,0212	0,0178	0,2323
INVINM	0,5054	0,1694	0,0028	0,1000	0,1703	0,5573	0,6676	0,3948	0,0908	0,3231	0,5612	0,5648
COST	0,1283	0,0179	0,0000	0,0942	0,0231	0,0000	0,1914	0,0408	0,0000	0,1448	0,0499	0,0037
FBAL	–0,0792	0,0855	0,3542	–0,1604	0,2071	0,4386	–0,0529	0,1095	0,6290	1,4266	0,8704	0,1012
Constante	–3,1988	1,5019	0,0332	–1,9374	0,6922	0,0051	–23,9593	12,9051	0,0634	5,6478	1,2409	0,0000
	–2 LL	R2 de C. y S.	R2 de N.	–2 LL	R2 de C. y S.	R2 de N.	–2 LL	R2 de C. y S.	R2 de N.	–2 LL	R2 de C. y S.	R2 de N.
	7.595,5577	0,0652	0,0869	3.336,1347	0,0565	0,0761	1.996,4205	0,1231	0,1643	1.785,6761	0,2030	0,2747
	% éxitos	Ajuste HL	P-valor χ^2	% éxitos	Ajuste HL	P-valor χ^2	% éxitos	Ajuste HL	P-valor χ^2	% éxitos	Ajuste HL	P-valor χ^2
	60,9000	33,4770	0,0001	61,0000	19,4460	0,0126	68,3000	31,7260	0,0001	74,8000	54,3210	0,0000

FUENTE: Elaboración propia a partir de la Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE).

ANEXO *(continuación)*

CUADRO A5

RESULTADOS DEL ANÁLISIS *TOBIT* APLICADO A LAS EMPRESAS INDUSTRIALES ESPAÑOLAS QUE OBTIENEN DEUDA A LARGO PLAZO PARA ANALIZAR POSIBLES PARTICULARIDADES. ANÁLISIS POR TAMAÑOS, 1994-2001

	Deuda a largo plazo Total empresas			Deuda a largo plazo Empresa pequeña			Deuda a largo plazo Empresa mediana			Deuda a largo plazo Empresa grande		
Variables	Beta	Desviación estándar	P-valor (Wald)	Beta	Desviación estándar	P-valor (Wald)	Beta	Desviación estándar	P-valor (Wald)	Beta	Desviación estándar	P-valor (Wald)
Año 1996	0,1054	0,1381	0,4452	0,0313	0,2096	0,8813	0,0179	0,2835	0,9497	0,1990	0,2589	0,4422
Año 1997	0,2854	0,1442	0,0478	0,2362	0,2172	0,2769	0,4042	0,2956	0,1715	0,3246	0,2735	0,2354
Año 1998	0,6145	0,1579	0,0001	0,7799	0,2350	0,0009	0,3872	0,3233	0,2311	0,6337	0,3109	0,0415
Año 1999	0,7195	0,1691	0,0000	0,8727	0,2456	0,0004	0,6103	0,3529	0,0838	0,7592	0,3510	0,0306
Año 2000	0,9026	0,1770	0,0000	1,0141	0,2597	0,0001	1,0035	0,3669	0,0062	0,8392	0,3662	0,0219
Año 2001	1,0238	0,1776	0,0000	0,9207	0,2583	0,0004	1,2857	0,3698	0,0005	1,0046	0,3594	0,0052
TAM	0,1585	0,0523	0,0024	1,0254	0,1449	0,0000	0,0826	0,2039	0,6853	0,1416	0,1695	0,4035
RENT	–0,4048	0,1733	0,0195	–0,4023	0,2095	0,0548	–0,5163	0,4910	0,2930	–0,8051	0,4517	0,0747
GARAN	2,4956	0,2059	0,0000	3,6676	0,3206	0,0000	1,6442	0,4219	0,0001	2,1401	0,5396	0,0001
CRECINM	0,0383	0,0501	0,4446	0,1304	0,0918	0,1557	0,7307	0,3570	0,0407	–0,0782	0,0561	0,1631
CRECVTAS	0,0047	0,0161	0,7714	–0,2243	0,1549	0,1476	0,2340	0,2450	0,3396	0,0095	0,0256	0,7108
INVINM	0,8921	0,2225	0,0001	0,7210	0,2917	0,0134	1,2932	0,4956	0,0091	0,3272	0,2553	0,2000
COST	0,1209	0,0212	0,0000	0,1158	0,0275	0,0000	0,1702	0,0483	0,0004	0,1551	0,0516	0,0027
FBAL	3,2555	0,6831	0,0000	2,5319	0,8872	0,0043	4,4559	1,5647	0,0044	3,7037	1,6270	0,0228
Constante	–1,6967	0,4189	0,0001	–6,5440	0,8874	0,0000	–1,5111	1,3920	0,2776	–1,8204	1,3727	0,1848
	–2 LL	R2 de C. y S.	R2 de N.	–2 LL	R2 de C. y S.	R2 de N.	–2 LL	R2 de C. y S.	R2 de N.	–2 LL	R2 de C. y S.	R2 de N.
	5.049,0786	0,0556	0,0917	2.162,9574	0,1096	0,1777	1.357,2968	0,0716	0,1186	1.382,8310	0,0349	0,0588
	% éxitos	Ajuste HL	P-valor χ^2	% éxitos	Ajuste HL	P-valor χ^2	% éxitos	Ajuste HL	P-valor χ^2	% éxitos	Ajuste HL	P-valor χ^2
	64,6000	16,8280	0,0320	67,0000	30,7600	0,0002	67,0000	12,3720	0,1354	67,3000	10,5930	0,2258

FUENTE: Elaboración propia a partir de la Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE).

ANEXO *(continuación)*

RECUADRO A1

VARIABLES DESCRIPTIVAS UTILIZADAS DEL MODELO

Variables	Descripción	Cálculo
DEUD	Deuda total	Total deuda a largo plazo + total deuda a corto plazo dividido por el activo total
DEUDLP	Deuda a largo plazo	Total deuda a largo plazo dividido por el activo total
DEUDCP	Deuda a corto plazo	Total deuda a corto plazo dividido por el activo total

RECUADRO A2

VARIABLES EXPLICATIVAS DEL MODELO

Variables	Descripción	Cálculo
TAM_t	Tamaño de la empresa	A través del número de trabajadores según criterios de la CEE, recomendación 96/280/EC
$RENT_t$	Rentabilidad económica de la empresa (capacidad autofinanciación)	Beneficio bruto de explotación dividido por el activo total
$GARAN_t$	Capacidad de aportar garantías patrimoniales de la empresa	Cociente entre el activo fijo y el activo total
$CRECINM_t$	Nivel de crecimiento de la empresa, a través del crecimiento del inmovilizado	Variación anual del inmovilizado material entre dos años consecutivos
$CRECVTAS_t$	Nivel de crecimiento de la empresa, a través del crecimiento de las ventas	Variación anual de las ventas entre dos años consecutivos
$INVINM_t$	Nivel de crecimiento de la empresa	Inversión anual en inmovilizado material dividido por el inmovilizado material neto
$COST_t$	Coste financiero de la deuda	Coste financiero anual de la deuda con entidades de crédito
$FBAL_t$	Emisión anual de deuda bancaria a largo plazo	Volumen de deuda procedente de las entidades bancarias a largo plazo
$FBAC_t$	Emisión anual de deuda bancaria a corto plazo	Volumen de deuda procedente de las entidades bancarias a corto plazo
$AÑO_t$	Simboliza los diferentes años contemplados en el análisis	Variable de ciclo económico y control temporal