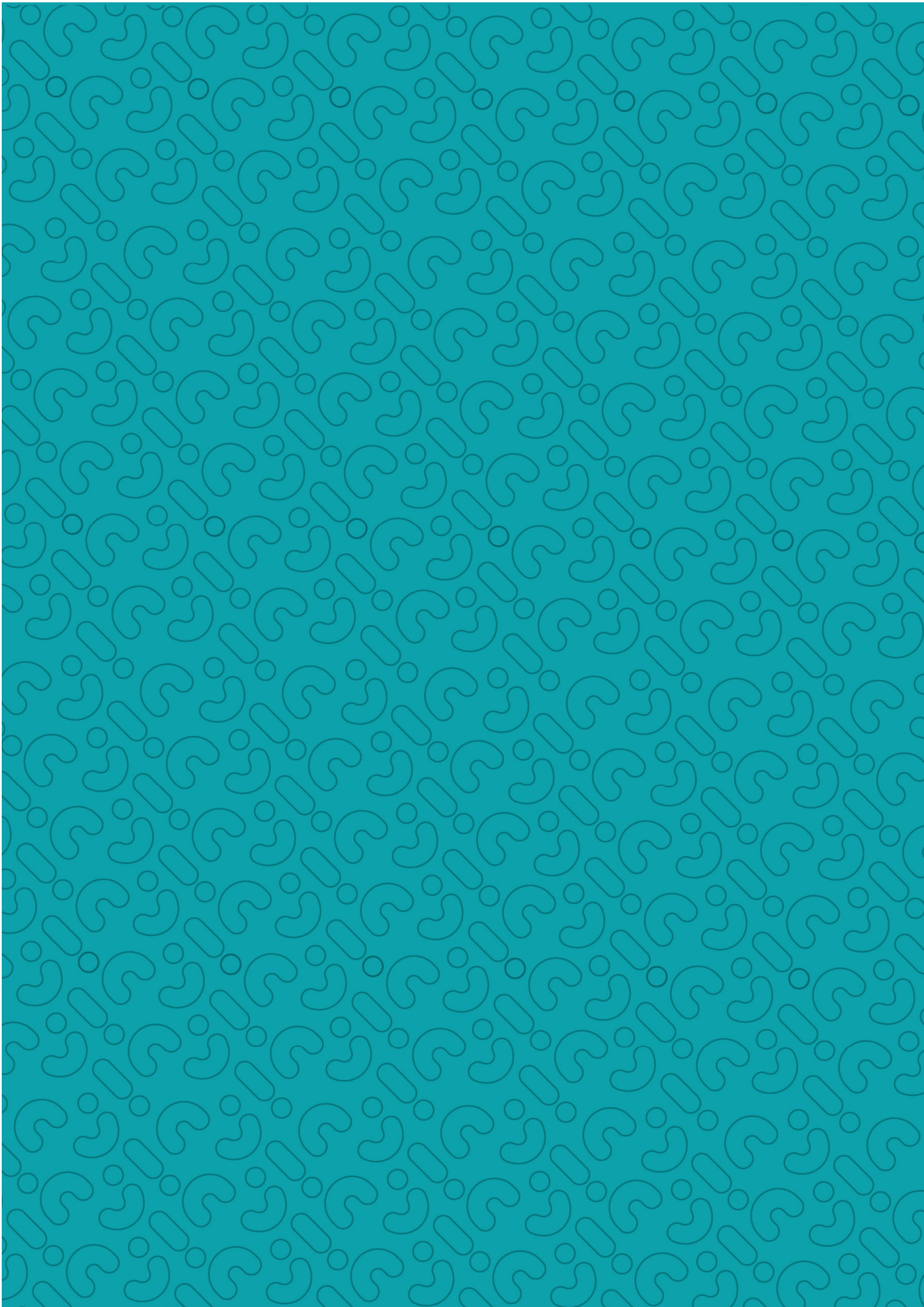


TESIS DOCTORAL

**El comportamiento financiero de las
cooperativas de trabajo asociado de
MONDRAGON**

BEÑAT HERCE LEZETA



Colaboradores



Directores de Tesis
Monica Gago García
Iñaki Arenaza Bengoa

Tesis dirigida a la obtención del título de DOCTOR
por MONDRAGON UNIBERTSITATEA

Departamento de Economía y Finanzas
Mondragon Unibertsitatea
Marzo 2022

El autor autoriza a la Facultad de Enpresagintza de Mondragon Unibertsitatea y/o a Mondragon Unibertsitatea con carácter gratuito y con fines exclusivamente de investigación y docencia, los derechos de reproducción, distribución y comunicación pública de este documento siempre que se cite al autor, el uso que se haga de la obra no sea comercial y no se cree una obra derivada a partir del original.

Declaración de originalidad

Yo, Beñat Herce Lezeta, declaro que esta tesis es fruto de mi trabajo personal, y que no ha sido previamente presentada para obtener otro título o calificación profesional. Las ideas, formulaciones, imágenes, ilustraciones tomadas de fuentes ajenas han sido debidamente citadas y referenciadas.

*Anderrentzako,
bulegoan pasatako momentuetan egindako marrazkien truke*



Jarraitu hodeietan amets egiten!

Agradecimientos

Nire esker ona ikerketa honen garapenean beren babes, laguntza eta aholkuen bidez ikerketa hau gauzatzea posible egin duzuen Enpresagintza Fakultate barruko zein kanpoko pertsona orori. Prozesu honetan bidelagun izatea ez da lan makala izan; tesia ere nire era, modu eta epeetan egin behar baitzen. Hala ere, izugarri baloratu ditut zuen ekarpen eta animoak.

Halaber, nire esker gabetasun zintzoena adierazi nahi diet tesi honen garapena galarazi duzuen Enpresagintza Fakultate barruko zein kanpoko pertsona orori; pentsatu, irakurri, bidaiatu, dantzatu, barre egin, eztabaidatu eta haserrarazi egin nauzue. Ondo baino hobeto molestatu, kezkatu eta arduratu nauzue, baina harritu edota hunkitu ere bai. Garrantzitsuena baina, denbora luze luuuuuzue honetan, zoriontsu egin nauzuela da.

Bukatzeko, abentura honetan murgilduta dagoenari aholku bat: ez dituzue esker oneko hitzik idatziko tesi baten garapenean funtsezkoak diren esker *txarreko* pertsona hauei energia eta denbora nahikoa eskaini gabe.

Denbora, tamalez, urria da eta hortaz, etzazue ikerketa amaitzeko nik bestekorik hartu.

Eskerrik asko danoi

Beñat Herce Lezeta
Oñati, 2022ko Martxoa

Resumen

Esta tesis estudia el comportamiento financiero de las sociedades cooperativas de trabajo asociado (CTA) a través de una investigación con metodología mixta, cualitativa y cuantitativa. Tradicionalmente la literatura ha considerado dificultoso el acceso a la financiación externa de este tipo de empresas, debidos a cuestiones y problemas relacionadas con su marco jurídico, contable y fiscal. Así mismo, las teorías financieras que tratan de explicar las decisiones de estructura financiera se han basado, mayoritariamente, en grandes sociedades capitalistas.

Por tanto, es importante analizar el encaje que las CTA tienen en estos contextos, para lo cual se ha empleado una muestra compuesta por cooperativas de MONDRAGON. Así, se estudia la dinámica financiera de estas empresas a partir de varias entrevistas a sus direcciones financieras, complementado por el análisis cuantitativo realizado en base a datos de panel económico-financieros de MONDRAGON.

Los resultados obtenidos evidencian que estas empresas no tienen un comportamiento financiero tan diferente como pudiera esperarse, aunque presentan relevantes singularidades que las distinguen de las empresas capitalistas. Entre ellas se puede citar la preocupación por la escasa capacidad de acción que las cooperativas asumen tener sobre la solidez de los fondos propios y la diversificación financiera, y que sus motivaciones y preferencias se pueden explicar tanto a través de las predicciones de la teoría del *trade-off* (TOT) como del *pecking order* (POT); aunque más por esta segunda. En este sentido, el análisis separado de la madurez de la deuda corrobora que el comportamiento del endeudamiento a corto es muy similar al endeudamiento total, mientras que el de largo plazo muestra relaciones, en muchos casos, inversas respecto de las variables consideradas. Sin embargo, los factores específicos introducidos con motivo de que el objeto de estudio sean CTA no resultan tan determinantes, aunque se hayan hallado ciertas relaciones significativas.

Laburpena

Tesi honek lan elkartuko sozietate kooperatiboen (LEK) finantza-portaera aztertzen du, metodologia kualitatibo eta kuantitatiboan oinarritutako ikerketa misto baten bidez. Tradizioz, literaturak oso zailtzat jo izan du enpresa mota hauentzat kanpo-finantzaketa eskuratzea, haien esparru juridiko, kontable eta fiskalarekin lotutako arazo eta gaiengatik. Era berean, finantza-egitura erabakiak azaltzen saiatzen diren finantza-teoriak, nagusiki, enpresa kapitalista handietan oinarritu dira.

Beraz, garrantzitsua da LEKek testuinguru horietan nola kokatzen diren aztertzea, MONDRAGONeko kooperatibek osatutako lagin bat erabiliz egiten dena. Hala, enpresa horien finantza-dinamika aztertzen da, beren finantza-zuzendaritzei egindako zenbait elkarrizketaren bidez, eta MONDRAGON taldearen ekonomia- eta finantza izaerako paneleko datuetan oinarrituta egindako analisi kuantitatiboarekin osatzen da.

Lortutako emaitzek agerian uzten dute enpresa horiek ez dutela espero bezain finantza-portaera desberdina, nahiz eta enpresa kapitalistetatik bereizten dituzten berezitasun garrantzitsuak erakutsi. Horien artean, funts propioen sendotasunean eta finantza-aniztasunean eragiteko ahalmen urriari buruzko kezka aipa daiteke, eta haien motibazioak eta lehentasunak *trade-off* teoriaren (TOT) zein *pecking order* teoriaren (POT) iragarpenen bidez azal daitezkeela; baina gehiago bigarren horren bidez. Alde horretatik, zorraren heldutasunaren azterketa bereiziaz frogatzen du epe laburreko zorpetzearen portaera, guztizko zorpetzearen oso antzekoa dela; epe luzekoak, berriz, aztertutako aldagaiekiko alderantzizko erlazioak erakusten ditu kasu askotan. Hala ere, aztergaia LEKak izateagatik erabilitako faktore espezifikoak ez dira hain erabakigarriak, nahiz eta erlazio esanguratsu batzuk aurkitu diren.

Abstract

This doctoral thesis studies the financial behaviour of worker cooperatives (WC) based on a mixed qualitative and quantitative research methodology. Traditionally, the literature has considered that this type of companies present difficulties to access external financing, due to issues and problems related to their legal, accounting and tax framework. Likewise, financial theories that try to explain financial structure decisions have been based, mostly on large capitalist companies.

It is therefore important to analyse how WC fit into these contexts, and with that aim, a sample of MONDRAGON co-operatives have participated in the study. Thus, the financial dynamics of these companies have been analysed on the basis of several interviews with their financial managers and supplemented with the quantitative analysis carried out on the basis of MONDRAGON's economic-financial panel data.

The results obtained show that these companies do not behave financially as differently as might be expected, although they do present relevant singularities that distinguish them from capitalist companies. These include a concern for the perceived limited ability to act regarding the solidity of their equity and financial diversification, and their motivations and preferences can be explained both through the predictions of trade-off theory (TOT) and pecking order theory (POT), specially the latter. In this sense, a separate analysis of debt maturity corroborates that the behaviour of short-term indebtedness is very similar to that of total indebtedness, while long-term indebtedness frequently inverse relationships related to the variables taken into consideration. However, the specific factors included in the analysis considering that the study focuses on WC companies seem not to be so decisive, although some significant relationships have been found.

Índice

CAPÍTULO I. Introducción

1. Introducción y justificación de la investigación.....	25
1.1. Justificación del tema.....	32
1.2. Justificación de la investigación	34
1.3. Motivos científicos, profesionales y personales.....	39
2. Objetivos de la investigación	40
2.1. Objetivo general	40
2.2. Objetivos específicos	40
3. Estructura de la investigación	42

CAPÍTULO II. Contexto y ámbito de aplicación

1. Introducción.....	47
2. La sociedad cooperativa de trabajo asociado y el marco jurídico de su régimen económico singular	47
2.1. La sociedad cooperativa: marco general.....	48
2.2. La sociedad cooperativa de trabajo asociado (CTA): marco específico	60
3. El marco contable de la cooperativa de trabajo asociado ..	65
3.1. Las normas sobre los aspectos contables de las sociedades cooperativas (NACC).....	67
3.2. Clasificación de las fuentes de financiación en la normativa contable.....	68
3.3. Reacción de la legislación cooperativa y adaptación de las NACC	71
4. El marco fiscal de la sociedad cooperativa de trabajo asociado.....	74
5. La financiación en la sociedad cooperativa de trabajo asociado.....	77
5.1. Las aportaciones de la persona socia a capital social en la cooperativa de trabajo asociado.....	79
5.1.1. Perspectiva financiera de las aportaciones a capital de las personas socias ...	83
5.2. Las cuotas de ingreso y cuotas periódicas en las CTA	86
5.3. Los fondos de reserva específicos en la cooperativa de trabajo asociado .	88
5.3.1. Fondos de reserva obligatorios	88
5.3.2. Fondos de reserva voluntarios	89
5.3.3. Perspectiva financiera de los fondos sociales de una CTA.....	90
5.4. Las aportaciones financieras subordinadas en la cooperativa de trabajo asociado.....	92
5.4.1. Perspectiva financiera de las aportaciones financieras subordinadas	94

5.5.	Otros instrumentos financieros externos en la cooperativa de trabajo asociado	95
5.5.1.	Perspectiva financiera de otros instrumentos financieros externos.....	97
5.6.	Instrumentos financieros de pasivo sin mención expresa en la legislación cooperativa	97
5.7.	Variaciones en fondos propios y ajenos en la cooperativa de trabajo asociado	98
6.	El grupo cooperativo MONDRAGON	100
6.1.	Especificidades económico - financieras de las cooperativas pertenecientes a MONDRAGON	105

CAPÍTULO III. Revisión del estado del arte

1.	Introducción	115
2.	Las decisiones financieras en la empresa	115
3.	Las teorías sobre decisiones de estructura financiera en las empresas	120
3.1.	Las teorías sobre decisiones de estructura financiera en las empresas ...	121
3.1.1.	La tesis tradicional.....	121
3.1.2.	La teoría de la irrelevancia	122
3.1.3.	La teoría fiscal	124
3.1.4.	La teoría del equilibrio estático o <i>trade-off</i>	126
3.1.5.	La teoría de la agencia	129
3.1.6.	El enfoque de la información asimétrica: la teoría de la señalización, o <i>signalling</i> , y la teoría de la jerarquía de preferencias, o de <i>pecking order</i>	136
3.2.	La consideración de la estructura de vencimiento en las teorías financieras más relevantes	141
4.	Factores determinantes de la estructura financiera de las empresas	143
4.1.	Factores determinantes del endeudamiento empresarial según la teoría del <i>trade-off</i> y evidencia empírica.....	145
4.2.	Factores determinantes del endeudamiento empresarial según la teoría del <i>pecking order</i> y evidencia empírica	153
4.3.	Factores determinantes y madurez de la deuda: evidencia empírica.....	160
4.4.	Recapitulación de factores determinantes	167
5.	Las teorías financieras aplicadas a sociedades cooperativas de trabajo asociado: revisión teórica y empírica	170
5.1.	Revisión de las teorías financieras en las CTA	170
5.1.1.	Teoría del equilibrio estático o <i>trade-off</i>	172
5.1.2.	La teoría del orden preferente o <i>pecking order</i>	181
5.2.	Revisión empírica acerca de las teorías financieras en las CTA.....	186
5.2.1.	Estudios sobre empresas gestionadas por sus trabajadores o cooperativas..	186

5.2.2. Estudios empíricos sobre decisiones financieras de empresas gestionadas por sus trabajadores o cooperativas	188
5.2.3. Estudios sobre las cooperativas de MONDRAGON.....	191
5.3. Revisión empírica de factores determinantes de la estructura financiera en empresas gestionadas por sus trabajadores y/o cooperativas.....	193
6. Las teorías financieras en el marco de las cooperativas pertenecientes a MONDRAGON.....	202

CAPÍTULO IV. Metodología

1. Introducción.....	207
2. Contexto de la investigación.....	207
2.1. Base de datos de la investigación.....	207
2.2. Muestra.....	209
2.3. Análisis descriptivo	212
3. Objetivos y preguntas de investigación	225
4. Metodología de la investigación	228
4.1. Diseño de la investigación cualitativa.....	229
4.1.1. El estudio de casos a través de la entrevista en profundidad	230
4.2. Diseño de la investigación cuantitativa	232
4.2.1. Metodología de datos de panel	232

CAPÍTULO V. Las decisiones financieras en las CTA de MONDRAGON

1. Introducción.....	239
2. Metodología de la investigación cualitativa	239
3. Resultados	244
4. Discusión y conclusiones del capítulo	273

CAPÍTULO VI. Los factores determinantes de la estructura financiera de las CTA de MONDRAGON

1. Introducción.....	281
2. Metodología de la investigación cuantitativa	281
2.1. Modelo y Variables.....	282
2.2. Hipótesis.....	288
2.2.1. Factores determinantes generales de la estructura financiera de las empresas objeto de estudio	288

2.2.2. Factores determinantes específicos de la estructura financiera de las empresas objeto de estudio	297
2.3. Método de estimación.....	304
3. Resultados	305
3.1. Análisis descriptivo del nivel de endeudamiento y de las variables explicativas	305
3.2. Resultados obtenidos	309
4. Análisis e interpretación de resultados	315
4.1. Recapitulación de resultados	332
5. Conclusiones del capítulo	335

CAPÍTULO VII. Conclusiones, limitaciones y líneas futuras

1. Introducción.....	343
2. Conclusiones	343
3. Limitaciones	348
4. Líneas futuras.....	349
Referencias bibliográficas.....	355

Listado de gráficos

Gráfico 1. Proporción de establecimientos y empleo de entidades de Economía social por Territorio histórico	25
Gráfico 2. Evolución del número de cooperativas constituidas en Euskadi entre 1999 y 2018.....	26
Gráfico 3. Número de cooperativas constituidas en Euskadi por clases entre 1999 y 2018	27
Gráfico 4. Evolución del resultado económico de la Economía social 2002-2018 (en miles de euros).....	27
Gráfico 5. Ratios de endeudamiento según tamaño de empresa 2018 (fondos ajenos / fondos propios).....	28
Gráfico 6. Preocupación de las empresas por el acceso a la financiación, por tamaños y países	29
Gráfico 7. Resolución de las necesidades de financiación de las PYME.....	30
Gráfico 8. Aplicación y destino de los principales fondos de la Fundación Mondragon durante el periodo 1994 - 2018.....	104
Gráfico 9. Volumen de operaciones realizadas por MONDRAGON Inversiones en el periodo de 1988-2018.....	110
Gráfico 10. El Coste de capital medio ponderado (K_0) en función del endeudamiento ..	122
Gráfico 11. Valor de la empresa en función de la ratio de endeudamiento	123
Gráfico 12. Valor de la empresa considerando el efecto de las distintas imperfecciones	128
Gráfico 13. Valor de la empresa sin y con costes de agencia	136
Gráfico 14. Fuentes empleadas según las necesidades de inversión en base a la teoría del <i>pecking order</i>	140
Gráfico 15. Evolución del número de cooperativas	210
Gráfico 16. Evolución total del activo.....	213
Gráfico 17. Evolución de la estructura de la inversión agregada de las cooperativas....	213
Gráfico 18. Peso relativo de la inversión por masas patrimoniales	214
Gráfico 19. Estructura del activo por sector de la cooperativa	214
Gráfico 20. Estructura del activo por tamaño de la cooperativa	215
Gráfico 21. Comparación del número de cooperativas por tamaño y del total activo que representan.....	215
Gráfico 22. Evolución de la estructura de la financiación agregada de las cooperativas	216
Gráfico 23. Peso relativo del patrimonio neto y pasivo.....	216
Gráfico 24. Estructura de financiación por sectores	217
Gráfico 25. Estructura de financiación por tamaños	217
Gráfico 26. Evolución agregada de las partidas que componen el patrimonio neto.....	218
Gráfico 27. Importancia relativa de las partidas agregadas del patrimonio neto	219
Gráfico 28. Composición del patrimonio neto por sectores	220
Gráfico 29. Composición del patrimonio neto por tamaño de la cooperativa	220
Gráfico 30. Evolución de la deuda a plazo con coste y sin coste	221

Gráfico 31. Importancia relativa de la deuda con coste y sin coste sobre el total de deuda	221
Gráfico 32. Importancia relativa de la deuda con coste y sin coste por sector.....	222
Gráfico 33. Peso relativo de la deuda con coste y sin coste por tamaño	222
Gráfico 34. Evolución del reparto de excedentes por cuantía total	223
Gráfico 35. Peso relativo del reparto de excedente en porcentaje sobre total	224
Gráfico 36. Peso relativo del reparto de excedente en porcentaje sobre total por sectores	224
Gráfico 37. Peso relativo del reparto de excedente sobre total por tamaño.....	225

Listado de Ilustraciones

Ilustración 1. Estructura de MONDRAGON.....	101
--	-----

Listado de Tablas

Tabla 1. Distribución territorial de los empleos en cooperativas por sector	26
Tabla 2. El capital social en sociedades capitalistas y sociedades cooperativas	81
Tabla 3. Principales características de otras formas de financiación externas	95
Tabla 4. Inventario de fórmulas financieras y su efecto en los fondos propios o ajenos de las CTA.....	98
Tabla 5. Aportaciones y aplicaciones de los Fondos de la Fundación MONDRAGON entre 1994 y 2018	103
Tabla 6. Condiciones para determinar el máximo de distribución del excedente a intereses de las aportaciones a capital	106
Tabla 7. Condiciones para determinar el porcentaje máximo de monetización de los intereses devengados.....	106
Tabla 8. Condiciones para determinar el máximo de distribución del excedente en concepto de retornos.....	108
Tabla 9. Diferencias entre Fondos propios y ajenos	119
Tabla 10. Resultados de las principales investigaciones que emplean los escudos fiscales basándose en la Teoría del <i>trade-off</i>	145
Tabla 11. Resultados de las principales investigaciones que emplean los escudos fiscales alternativos a la deuda basándose en la teoría del <i>trade-off</i>	146
Tabla 12. Resultados de las principales investigaciones que emplean la rentabilidad basándose en la teoría del <i>trade-off</i>	147
Tabla 13. Resultados de las principales investigaciones que emplean las oportunidades de crecimiento basándose en la teoría del <i>trade-off</i>	148
Tabla 14. Resultados de las principales investigaciones que emplean la estructura del activo basándose en la teoría del <i>trade-off</i>	149
Tabla 15. Resultados de las principales investigaciones que emplean el Tamaño como variable según la teoría del <i>trade-off</i>	150
Tabla 16. Resultados de las principales investigaciones que emplean el riesgo basándose en la teoría del <i>trade-off</i>	151
Tabla 17. Resultados de las principales investigaciones que emplean la edad basándose en la teoría del <i>trade-off</i>	151
Tabla 18. Resultados de las principales investigaciones que emplean el sector de actividad basándose en la teoría del <i>trade-off</i>	152
Tabla 19. Resultados de las principales investigaciones que emplean el nivel de endeudamiento previo basándose en la teoría del <i>trade-off</i>	153
Tabla 20. Resultados de las principales investigaciones que emplean la rentabilidad basándose en la teoría del <i>pecking order</i>	154
Tabla 21. Resultados de las principales investigaciones que emplean las oportunidades de crecimiento basándose en la teoría del <i>pecking order</i>	155
Tabla 22. Resultados de las principales investigaciones que emplean la estructura del activo basándose en la teoría del <i>pecking order</i>	156
Tabla 23. Resultados de las principales investigaciones que emplean el tamaño basándose en la teoría del <i>pecking order</i>	156

Tabla 24. Resultados de las principales investigaciones que emplean el riesgo basándose en la teoría del <i>pecking order</i>	157
Tabla 25. Resultados de las principales investigaciones que emplean la edad basándose en la teoría del <i>pecking order</i>	157
Tabla 26. Resultados de las principales investigaciones que emplean la liquidez basándose en la teoría del <i>pecking order</i>	158
Tabla 27. Resultados de las principales investigaciones que emplean el sector de actividad basándose en la teoría del <i>pecking order</i>	159
Tabla 28. Resultados de las principales investigaciones que emplean el nivel de endeudamiento previo basándose en la teoría del <i>pecking order</i>	159
Tabla 29. Resumen de variables empleadas en investigaciones según las teorías más relevantes	167
Tabla 30. Jerarquía de fuentes de financiación de una CTA en aplicación de la teoría del <i>pecking order</i>	185
Tabla 31. Recuento de cooperativas estudiadas por sector	210
Tabla 32. Recuento de empresas por división y tamaño de cooperativa	211
Tabla 33. Relación de cooperativas de MONDRAGON entrevistadas.....	242
Tabla 34. Factores determinantes según resultados de la investigación cualitativa y su relación con el nivel de apalancamiento	278
Tabla 35. Medición de las variables	284
Tabla 36. Relaciones esperadas entre los factores determinantes generales de la estructura financiera de las CTA de MONDRAGON	302
Tabla 37. Estadística descriptiva del nivel de endeudamiento y de las variables explicativas referente a las CTA de MONDRAGON, periodo 2002 – 2019.....	305
Tabla 38. Matriz de correlaciones de las variables explicativas.....	308
Tabla 39. Resultados relativo a la ratio de endeudamiento total (RET)	310
Tabla 40. Resultados relativo a la ratio de endeudamiento a largo plazo (REL)	311
Tabla 41. Resultados relativo a la ratio de endeudamiento a corto plazo (REC).....	312
Tabla 42. Resumen de resultados del análisis multivariante	314
Tabla 43. Interpretación de resultados factores generales: nivel de endeudamiento previo.....	315
Tabla 44. Interpretación de resultados factores generales: escudos fiscales	316
Tabla 45. Interpretación de resultados factores generales: escudos fiscales alternativos a la deuda	317
Tabla 46. Interpretación de resultados factores generales: rentabilidad económica	318
Tabla 47. Interpretación de resultados factores generales: oportunidades de crecimiento	319
Tabla 48. Interpretación de resultados factores generales: estructura del activo	321
Tabla 49. Interpretación de resultados factores generales: tamaño	323
Tabla 50. Interpretación de resultados factores generales: riesgo.....	324
Tabla 51. Interpretación de resultados factores generales: edad	326
Tabla 52. Interpretación de resultados factores generales: liquidez	327
Tabla 53. Interpretación de resultados factores específicos cooperativas de trabajo asociado: patrimonio común	328
Tabla 54. Interpretación de resultados factores específicos cooperativas de trabajo asociado: cobertura del inmovilizado.....	329

Tabla 55. Interpretación de resultados factores específicos cooperativas de trabajo asociado: estabilidad patrimonial.....	329
Tabla 56. Interpretación de resultados factores específicos cooperativas de trabajo asociado: capacidad de repago de la deuda	330
Tabla 57. Interpretación de resultados factores específicos cooperativas de trabajo asociado: proporción de personas socias.....	331
Tabla 58. Interpretación de resultados factores específicos cooperativas de trabajo asociado: factor trabajo	331
Tabla 59. Tabla resumen de resultados: factores generales	332
Tabla 60. Tabla resumen de resultados: factores específicos	334
Tabla 61. Tabla resumen de confirmación de hipótesis de investigación relativos a la ratio de endeudamiento total (RET), a la ratio de endeudamiento a largo plazo (REL) y a la ratio de endeudamiento a corto plazo (REC).....	334
Tabla 62. Factores y signos hallados en función de la estructura de vencimiento	337
Tabla 63. Relación de los resultados con las predicciones de la teoría del <i>trade-off</i> (TOT) y la teoría del <i>pecking order</i> (POT).....	338

Glosario

LISTADO DE ABREVIATURAS

ACI Alianza Cooperativa Internacional
BEI Banco Europeo de Inversiones
BOICAC Boletín Oficial del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas
CDTI Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial
CESGAR Confederación Española de Sociedades de Garantía Recíproca
CINIIF Interpretación de las Normas Internacionales de Información Financiera
COFIP contribución obligatoria para la educación y promoción cooperativa y otros fines de interés público
COFIDES Compañía Española de Financiación del Desarrollo
Coop Cooperativa
c/p Corto plazo
CTA Cooperativa de trabajo asociado
EFRAG European Financial Reporting Advisory Group
ENISA Empresa Nacional de Innovación
ESA Empresa en seguimiento y apoyo (MONDRAGON)
EUSTAT Euskal Estatistika Erakundea - Instituto Vasco de Estadística
EFO Estructura financiera óptima
EFS Estructura financiera sostenible
FASB Financial Accounting Standards Board
FCD Fondos de Cohesión y Desarrollo (MONDRAGON)
FEC Fondos de Expansión Corporativos (MONDRAGON)
FED Fagor Electrodomésticos
FEDiv Fonde de expansión divisional (MONDRAGON)
FEI Fondo de expansión interdivisional de (MONDRAGON)
FEPI Fondo de Educación y Promoción Intercooperativa
FFAA Fondos ajenos
FFPP Fondos propios
FRO Fondo de reserva obligatorio
FRV Fondos de reserva voluntario
IASB International Accounting Standards Board
ICO Instituto de Crédito Oficial
IS Impuesto sobre Sociedades
IVF Instituto Vasco de Finanzas
I+D+i Investigación, desarrollo e innovación

LISTADO DE SIMBOLOS Y VARIABLES

Ad Costes de agencia de la financiación ajena
Ap Costes de agencia de la financiación propia
BAI Beneficio antes de impuestos
BAII Beneficio antes de impuestos e intereses
D Deudas
DESV Desviación estándar
DFN Deuda financiera neta
EBITDA Beneficio antes de intereses, impuestos, amortización y depreciación
K₀ Coste de capital medio ponderado
K_D Coste de la deuda
K_i Tasa de actualización de las rentas sin riesgo
K_P Coste del capital propio
L Nivel de endeudamiento
L₀ Nivel de endeudamiento óptimo
Ln Logaritmo natural
Q Costes de insolvencia
t Tipo impositivo empresarial
V Valor de la empresa

Y_{it} Variable dependiente
Y_{i,t-1} Variable dependiente retardada
α_{it} Interceptos por empresa (i) y año (t)
β_j Coeficiente de regresión de la j-ésima variable
X_{jit} i-ésima observación en el momento t para la variable j
U_{it} Término de error de la i-ésima observación al momento t
μ_i Efectos no observables que difieren entre las empresas, pero no en el tiempo.
δ_t Efectos no cuantificables que varían en el tiempo, pero no entre las empresas.
ε_{it} Término de error puramente aleatorio
Δ Variación

RET Ratio de endeudamiento total
REL Ratio de endeudamiento a largo plazo
REC Ratio de endeudamiento a corto plazo
RET₋₁ Nivel de endeudamiento total previo, variable retardada
REL₋₁ Nivel de endeudamiento a largo plazo previo, variable retardada
REC₋₁ Nivel de endeudamiento a corto plazo previo, variable retardada
EF Escudos fiscales.
EFAD Escudos fiscales alternativos a la deuda.
RE Rentabilidad económica.

LC Ley de Cooperativas estatal	OC Oportunidades de crecimiento.
LCE Ley de Cooperativas de Euskadi	OC/EA <i>Proxy</i> mixta, que recoge oportunidades de crecimiento y estructura del activo.
L/p Largo plazo	TA Tamaño.
MARF Mercado alternativo de renta fija	PI Probabilidad de insolvencia.
MCO Mínimos cuadrados ordinarios	RI Riesgo.
MGM Método generalizado de los momentos, también <i>GMM</i>	ED Edad.
NACC Normas sobre los aspectos contables de las sociedades cooperativas	LI Liquidez.
NIC Normas Internacionales de Contabilidad	PC Patrimonio común.
NIIF Normas internacionales de Información financiera	CI Cobertura del inmovilizado.
NNCC Normas Congresuales de MONDRAGON	EP Estabilidad patrimonial.
OE Objetivos específicos	CRD Capacidad de repago de la deuda.
PGC07 Plan General de Contabilidad de 2007	PPS Proporción de personas socias.
PIB Producto Interior Bruto	FT Factor trabajo.
POT <i>Pecking order theory</i> , o teoría del orden preferente de fuentes de financiación	
PYME Pequeñas y medianas empresas	
RCE Reglamento de la Ley de Cooperativas de Euskadi	
SAFE Survey on the Access to Finance to Enterprise in the euro area	
SARS-CoV-2 Coronavirus de tipo 2 causante del síndrome respiratorio agudo severo	
TOT <i>Trade-off theory</i> o teoría del equilibrio estático	
TRE Tasa de Rentabilidad Empresarial	
UE Unión Europea	
VAB Valor Añadido Bruto	

CAPÍTULO I
Introducción

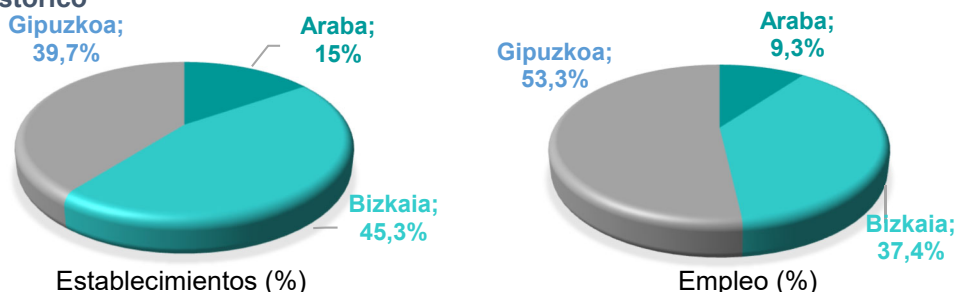
1. Introducción y justificación de la investigación

La presente tesis doctoral se centra en el análisis de las decisiones financieras de las cooperativas de trabajo asociado en el contexto del grupo cooperativo MONDRAGON; una red integrada de empresas e instituciones cooperativas cuya sede se encuentra en el País Vasco. Por ello, en las siguientes líneas se explican, el encaje de este grupo cooperativo en el tejido empresarial vasco, las razones que justifican estudiar el comportamiento financiero de este tipo de sociedad personalista y el nexo de dicha investigación con el gap identificado en la literatura científica relacionada con el tema de investigación.

Comenzando por la primera de las cuestiones, cabe comentar que dentro del tejido económico vasco pueden encontrarse diferentes modelos empresariales con distinto grado de participación de las personas trabajadoras. De estas, aquellas en las que la participación se materializa en la propiedad o en el capital son las entidades comprendidas como parte de lo que comúnmente se conoce como Economía Social; un conjunto de entidades con presencia y peso relativo importante en el empleo y en el Producto Interior Bruto (PIB) de nuestro entorno. Concretamente, las entidades vascas comprendidas dentro de la Economía social generaron en el ejercicio económico de 2018 3.016 millones de Valor Añadido Bruto (VAB) y su contribución al PIB ascendió al 4,4%, proporción algo menor a su cota más alta obtenida en 2010 donde alcanzó el 4,8% (Departamento de Trabajo y Justicia, 2018). Por otro lado, este sector representa un 6,5% de la población ocupada del conjunto del País Vasco en términos de empleo, mostrando un pequeño repunte en las cifras absolutas respecto a su evolución de los últimos años, el cual ha sido descendente.

En la distribución territorial, es Bizkaia el territorio histórico con mayor presencia de establecimientos de la economía social, seguida por Gipuzkoa y Araba en menor medida, tal y como muestra la Gráfico 1. Sin embargo, Gipuzkoa concentra más de la mitad del empleo de Euskadi, mientras que Bizkaia y Araba abarcan un 38,2% y un 10,0% del empleo de este sector respectivamente.

Gráfico 1. Proporción de establecimientos y empleo de entidades de Economía social por Territorio histórico



Fuente: Estadística de la Economía social 2018 y avance 2019

Una de las formas más habituales en las que se manifiesta la Economía social es la sociedad cooperativa, entidad que concentra el 88% de los empleos del conjunto de estas entidades y en la distribución sectorial, predominan los empleos de las cooperativas del sector servicios e industrial, siendo la construcción y el primario sectores con poca representación de este tipo de entidad. Esta distribución se repite en todos los territorios,

salvo en Gipuzkoa donde, a diferencia de las otras provincias, prevalece la industria frente al sector servicios, tal y como muestran las estadísticas de la Tabla 1.

Tabla 1. Distribución territorial de los empleos en cooperativas por sector

	Araba		Bizkaia		Gipuzkoa			
C.A. de Euskadi	53.390	100%	5.128	9,61%	19.509	36,54%	28.752	53,85%
C.A. de Euskadi	53.390	100%	5.128	100,0%	19.509	100%	28.752	100%
Primario	176	0,3%	62	1,2%	105	0,5%	9	0,0%
Industria	22.049	41,3%	1.599	31,2%	5.632	28,9%	14.818	51,5%
Construcción	1.398	2,6%	123	4,1%	583	3,0%	692	2,4%
Servicios	29.767	55,8%	3.344	65,2%	13.189	67,6%	13.234	46,0%

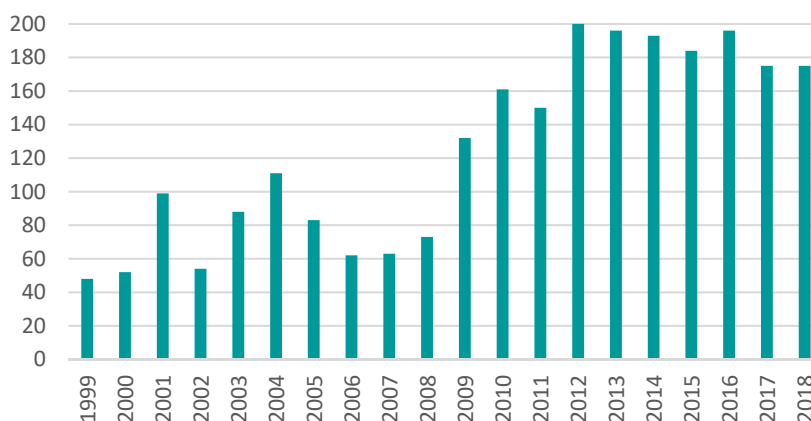
Fuente: Estadística de la Economía social 2018 y avance 2019

Por otro lado, la misma estadística también caracteriza a las cooperativas por el número total de empleados, revelando un tamaño más bien reducido para este tipo de sociedades. En este sentido, un 44,6% de cooperativas tienen 5 empleados o menos, mientras que el porcentaje asciende al 76,8% si se consideran los establecimientos cooperativos menores a 201 empleados.

Así mismo, el informe *Estadística de la Economía social 2018 y avance 2019* recoge la distribución del colectivo de personas de las cooperativas en función del tipo de relación contractual que mantienen con ella. En 2018 el porcentaje de empleados con condición societaria era del 61,2% que, si bien es una proporción bastante elevada, presenta una tendencia decreciente desde el 2012, año en el que esta proporción llegó a alcanzar la cota del 71,5%.

Además, según los datos del Ministerio de empleo y Seguridad Social, el número de cooperativas constituidas anualmente se ha incrementado considerablemente en la última década, como puede observarse en Gráfico 2.

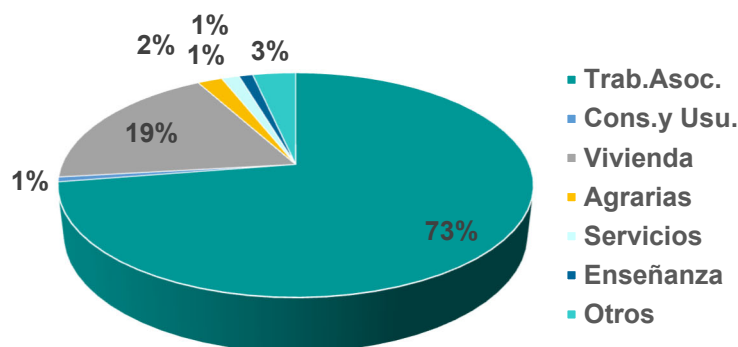
Gráfico 2. Evolución del número de cooperativas constituidas en Euskadi entre 1999 y 2018



Fuente: Elaboración propia a partir de cifras del Ministerio de Empleo y Seguridad Social. Secretaría de Estado de Empleo. Dirección General de Trabajo Autónomo, de la Economía Social y de la Responsabilidad Social de las Empresas (2020)

Por otro lado, esta misma fuente muestra que durante 1999 y 2018 de todas las cooperativas constituidas en Euskadi un 72,5% lo han hecho como cooperativas de trabajo asociado (CTA) tal y como muestra el Gráfico 3; la clase de cooperativa donde la actividad cooperativizada es el trabajo.

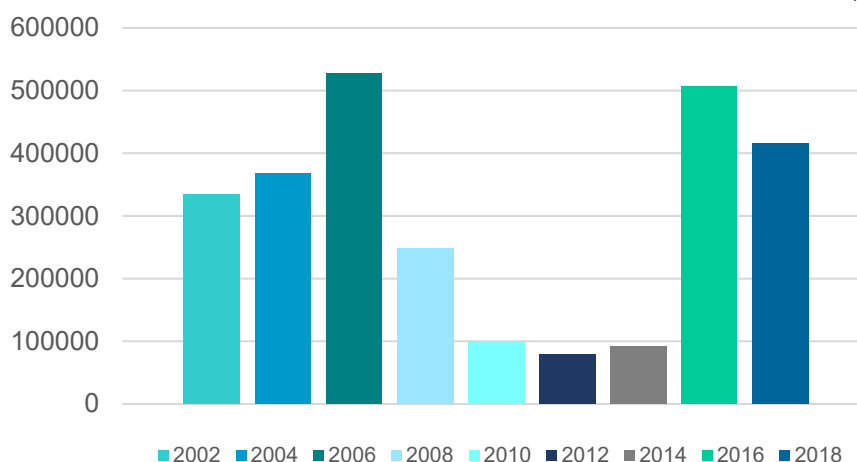
Gráfico 3. Número de cooperativas constituidas en Euskadi por clases entre 1999 y 2018



Fuente: Elaboración propia a partir de cifras del Ministerio de Empleo y Seguridad Social. Secretaría de Estado de Empleo. Dirección General de Trabajo Autónomo, de la Economía Social y de la Responsabilidad Social de las Empresas (2020)

Las cuentas de resultados de la Economía social que comprenden a estas CTA también muestran la evolución de los principales parámetros para el periodo comprendido entre 2002 y 2018, coincidiendo los altibajos con las etapas macroeconómicas más relevantes que ha sufrido todo el entorno empresarial vasco. Así, el siguiente Gráfico 4 muestra un valle correspondiente al periodo de crisis financiera (2008 - 2014), entre el periodo de crecimiento (2002 - 2008) y el periodo de recuperación (2014 - 2018).

Gráfico 4. Evolución del resultado económico de la Economía social 2002-2018 (en miles de euros)

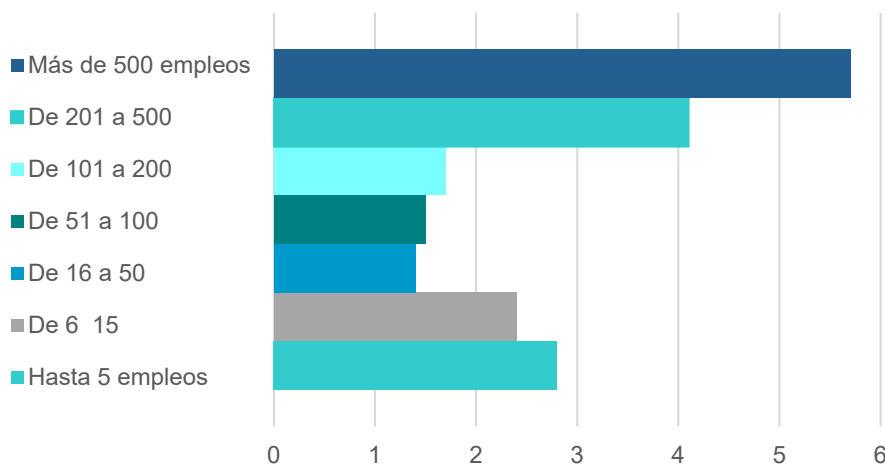


Fuente: Estadística de la Economía social 2018 y avance 2019

En este sentido, y atendiendo a la estadística bienal que presenta EUSTAT (2020), la Economía social en su conjunto ha descendido la cifra global de sus fondos propios mostrados en sus cuentas anuales, pasando de 5.811 millones de euros en 2016 a los 5.495 millones en 2018, siendo las empresas del sector industrial las que más han acusado este descenso. Además, este informe expone que la ratio de endeudamiento medio,

medido por el cociente entre los fondos ajenos entre los fondos propios es de 4,3, si bien rondan el 1,5 - 1,8 tanto en empresas del sector primario, como en el de construcción y en el de industria, mientras que es del 6,2 en empresas de la economía social comprendidas en el sector servicios. Así mismo esta estadística muestra los datos por tamaño empresarial, tal y como puede observarse en el siguiente gráfico.

Gráfico 5. Ratios de endeudamiento según tamaño de empresa 2018 (fondos ajenos / fondos propios)



Fuente: Estadística de la Economía social 2018 y avance 2019

Como puede observarse en el Gráfico 5, son las empresas de más tamaño las que ostentan el ratio de endeudamiento más alto, si bien las más pequeñas también muestran unos niveles ligeramente más elevados que los de tamaño medio.

Sin embargo, la cobertura de las necesidades financieras de una empresa no es un hecho únicamente atribuible a la voluntad de estas; los proveedores de financiación pueden o no conceder financiación e imponer condiciones en cuanto a coste, plazo de devolución, etc. como a cualquier otra entidad (Berger & Udell, 1998). Por ello, el de la financiación también es un aspecto a gestionar por las CTA, siendo el acceso a la financiación un tema que preocupa a estas y otras empresas, a las instituciones y a la economía, vistas las estadísticas sobre el acceso a la financiación que publican varias administraciones¹.

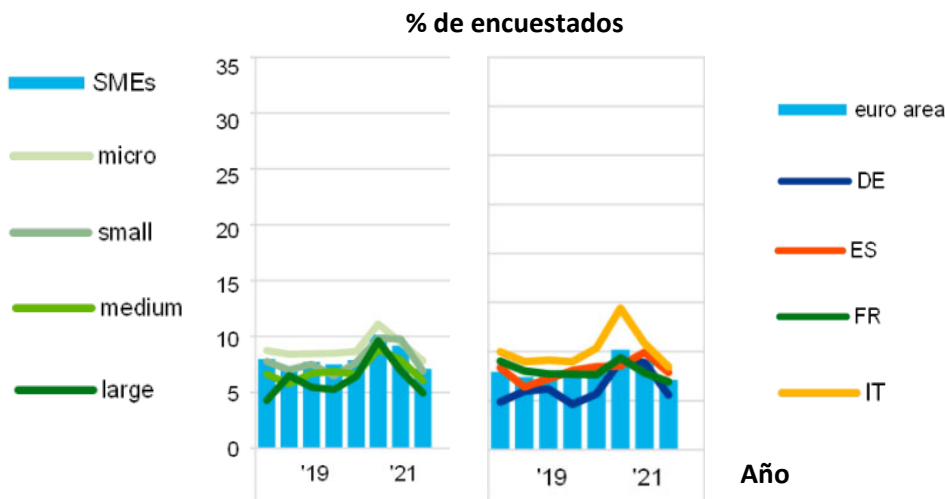
En este sentido, el Banco Central Europeo elabora la encuesta *Survey on the Access to Finance to Enterprise in the euro area* -en adelante, SAFE-2, la cual incorpora información sobre la financiación de 10.493 empresas europeas de todo tipo de tamaño, siendo el objeto de estudio las empresas de menor tamaño (PYME). Como se aprecia en el Gráfico 6, los datos actuales de preocupación por el acceso a la financiación son muy bajos, con un pequeño pico en los trimestres más difíciles de 2020, momento en que probablemente se manifestarían los efectos por la crisis sanitaria provocada por el virus SARS-CoV-2. Esta situación contrasta de lleno con la situación que se vivió de 2008 en adelante, año en el cual se alcanzaron las cotas más altas de preocupación entre las empresas que participaron en este cuestionario, destacando especialmente la de las empresas del estado

¹ A nivel estatal, el Instituto Nacional de Estadística desarrolló la Encuesta sobre acceso a financiación de las empresas (EAF), aunque no existen nuevos datos desde 2010.

² Se puede consultar en: https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html

español. Por tamaños, existe una tenue desviación que denota mayor preocupación cuanto menor es la empresa, si bien las diferencias no son excesivamente significativas. En todo caso es una preocupación que sitúan por detrás de otras problemáticas como la búsqueda de clientes, disponibilidad de personal cualificado, el coste laboral o de producción, la competencia y la regulación. Esta situación puede producirse debido a los mecanismos de salvaguarda de empresas que han activado todas las administraciones a todos los niveles (europeo, nacional, regional y local) para dar cobertura, al menos temporalmente, a esta preocupación por el acceso a la financiación.

Gráfico 6. Preocupación de las empresas por el acceso a la financiación, por tamaños y países



Fuente: SAFE. European Central Bank (2021)

Por otro lado, este mismo estudio también proporciona información acerca de las necesidades y fuentes de financiación empleadas. Revela que la financiación bancaria sigue siendo la fuente más relevante para las PYME europeas, además de los préstamos subvencionados que, debido a la crisis de 2020 el uso de estas últimas ha aumentado considerablemente en comparación con los niveles registrados previo a la pandemia. También valoran de forma importante el empleo del *leasing* y la venta a plazos y dotan de una relevancia algo menor al crédito comercial y a los fondos internos, mientras que son pocas las PYME que no consideran imprescindible en los últimos meses el incremento de capital, el *factoring* y otros instrumentos emitidos en mercados financieros. El informe también concluye que el uso de todas las fuentes mencionadas se incrementa a medida que el tamaño empresarial es mayor y asegura que las empresas más vulnerables acceden en mayor medida a financiación externa, mientras que las PYME consideradas menos vulnerables dependen más de sus fondos internos y en menor medida, de los externos (European Central Bank, 2021).

A nivel estatal, la Confederación Española de Sociedades de Garantía Recíproca, CESGAR, elabora un informe similar a través de la Encuesta sobre la Situación de las PYME en relación con la Financiación Ajena³, cuyos resultados coinciden en que las empresas españolas (PYME en su mayoría) presentan una tendencia positiva en cuanto a la inquietud que genera la obtención de la financiación necesaria. El VIII informe de CESGAR (2021) concluye que el número de PYME que reconoce haber tenido

³ CESGAR emite informes periódicos trimestrales y anuales. El último disponible se puede consultar en: <http://www.cesgar.es/>

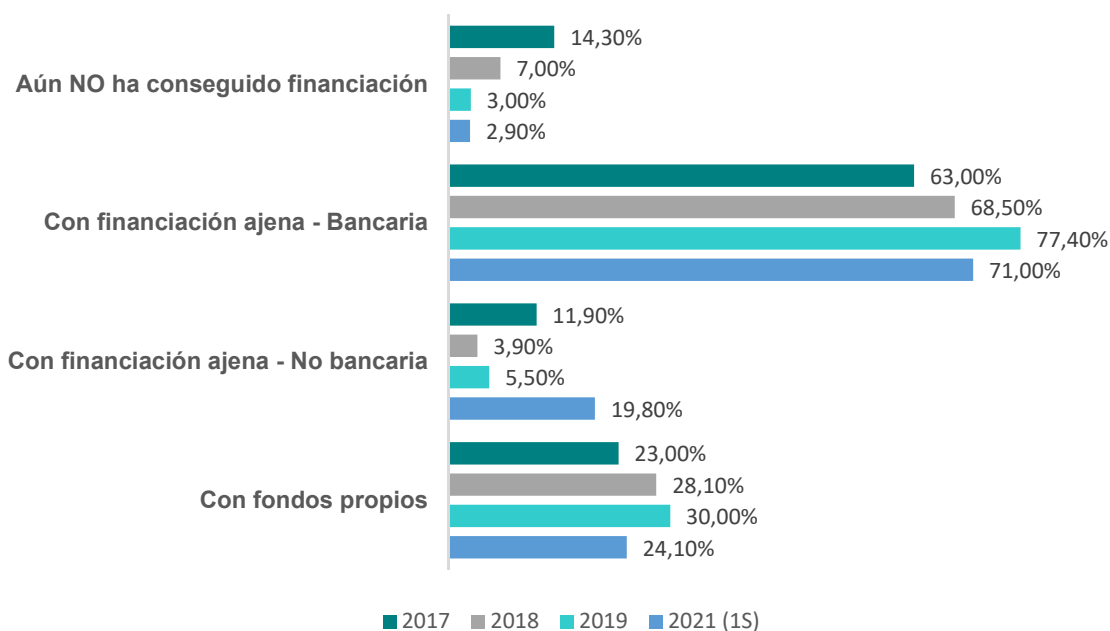
necesidades financieras en 2021 se ha situado en niveles extraordinariamente altos, al constatar que un 56% de las PYME españolas han declarado haber tenido necesidades de financiación, las hayan buscado de forma activa o no. Este dato es 21 puntos porcentuales más alto que el último dato prepandemia, referido al 2019.

Este estudio también muestra que las PYME identificadas como innovadoras y/o exportadoras presentan mayores necesidades, destacando, así mismo, que ha habido un incremento sustancial en las necesidades de financiación derivadas de la digitalización, llegando a ser la tercera causa más importante entre los motivos manifestados, en parte por la forzosa implementación del teletrabajo y de la prestación digital de numerosos servicios, asociados algunos de ellos incluso con importantes cambios en el modelo de negocio.

Por otro lado, y en relación con los obstáculos para la obtención de la financiación requerida, la situación en el primer semestre de 2021 es muy similar a la de 2019, lo que indicaría que, a pesar de la crisis sanitaria y de los niveles extraordinarios de necesidad, la respuesta del sistema financiero ha logrado mantener un escenario relativamente estable y de cierta facilidad de acceso a la misma. Sin embargo, los mismos datos indican que todavía hay un 40% de empresas que se topa con obstáculos para conseguir su objetivo, principalmente debido a la falta de garantías, al precio, a la falta de financiación disponible en el mercado o a la no comprensión del negocio por parte del financiador (todos ellos en niveles muy similares a los últimos años disponibles).

Por otro lado, este informe sobre la financiación de la PYME en España (CESGAR, 2021) también incorpora datos sobre la resolución de las necesidades de financiación de las PYME, en forma de financiación propia y ajena y dentro de esta última, si ha sido bancaria o alternativa, tal y como se observa en el Gráfico 7.

Gráfico 7. Resolución de las necesidades de financiación de las PYME. Porcentaje que ha utilizado cada tipo de financiación sobre el total de PYME con necesidades



Fuente: CESGAR (2021)

En el Gráfico 7 se observa que en los últimos 3 años se registra un cambio en la tendencia progresiva de emplear fondos propios para la cobertura de necesidades, mostrando un incremento global de la financiación ajena (bancaria + no bancaria). Esto se debe, principalmente, a la caída de la actividad económica del ejercicio 2020, lo que ha provocado que las PYME españolas hayan acudido en mayor medida a la financiación alternativa a la bancaria (un 14,3 puntos más que en 2019)⁴, provocando, así mismo, un descenso de la financiación tradicional bancaria. No obstante, la financiación vía entidades financieras sigue siendo la opción mayoritaria para dar respuesta a las necesidades financieras.

Es de esperar que las sociedades cooperativas presenten una situación similar en cuanto a las necesidades, acceso y resolución de la financiación. Sin embargo, comenta Bengoetxea (2016), que la participación de los trabajadores en la vida de la empresa en la que trabajan es una cuestión compleja, por las implicaciones derivadas del reparto de la propiedad, del poder de decisión o de los beneficios empresariales. Asimismo, la configuración particular de esa participación de las personas trabajadoras en la prestación de servicios, en la gestión y en el capital social afecta de forma notable al ámbito financiero, parte fundamental en cualquier organización (Bengoetxea, 2016; Alzola & Villafáñez, 2016).

Efectivamente, la financiación representa una herramienta esencial para el crecimiento y desarrollo de todo tipo de empresas, incluidas las cooperativas de trabajo asociado. Son pocas las sociedades cooperativas de trabajo asociado que pueden sobrevivir apoyándose exclusivamente en sus fondos propios; más si cabe en organizaciones con ciertas limitaciones a la hora de obtener recursos propios o donde los fondos se aportan con criterios distintos a los meramente financieros, como es el caso de estas cooperativas en general, y de las CTA, en particular. En este sentido, Martín, García-Gutiérrez & Lejarriaga (2010) corroboran la necesidad de acudir a la financiación ajena debido a las dificultades de ampliar capital y las limitaciones que presenta la autofinanciación de estas sociedades. Así mismo, son numerosos los autores que consideran la financiación de las cooperativas como una problemática relevante en su desarrollo al ser entidades que, además de las debilidades en su reforzamiento patrimonial, presentan cierta dificultad de acceso al mercado de capitales, como Aranzadi (1976), Larrañaga (1985), Vara (1985), Morales (1993), Vargas (1995) o Salaberría (1995).

Sin embargo, como comentan Alzola & Villafáñez (2016) es habitual encontrarse con CTA que acuden a proveedores de financiación externos, lo que les permite obtener suficientes fondos para desarrollar su actividad económica, asumiendo, en este caso, una obligación de pago con el acreedor y, por tanto, un riesgo para la sociedad y sus socios. Por ello, al igual que en todo tipo de empresas deben adoptar decisiones entre las alternativas de financiación existentes, instrumentos de financiación propia y ajena, con el que se va configurando la estructura financiera de la CTA.

En conclusión, se puede afirmar que el acceso a la financiación es un aspecto empresarial relevante y motivo de preocupación para sus responsables. En este sentido, considerando que la mayoría de cooperativas de Euskadi son de reducida dimensión, del sector servicios o industrial y que, en general, adoptan la clase de cooperativas de trabajo asociado, sería interesante conocer si presentan dificultades para el acceso a la financiación y en qué

⁴ No existen datos correspondientes al ejercicio 2020.

forma las resuelven, así como analizar cómo impacta ello en la configuración de sus estructuras financieras.

1.1. Justificación del tema

El Movimiento Cooperativo Vasco se caracteriza por su alta densidad de cooperativas de trabajo asociado (CTA), donde existe una larga tradición. De un total de 3.138 cooperativas registradas en Euskadi en 2018, 2.315 son de trabajo asociado según la Confederación de cooperativas de Euskadi⁵.

Las CTA son entidades de carácter personalista que, en comparación con las sociedades capitalistas, presentan una serie de especificidades que influyen en la determinación de su comportamiento financiero. En general, estas especificidades tienen que ver con los recursos propios de este tipo de sociedades, los cuales se configuran principalmente por el capital social y las reservas. Los fondos propios de las cooperativas presentan las siguientes singularidades (Torres, 2011):

- La aportación al capital social por parte de la persona trabajadora socia se realiza como medio para la adquisición de tal condición y no por razones financieras de la sociedad.
- El capital social es de carácter variable, en función de la aplicación de retornos, extornos o capitalización de intereses y puede tener carácter de instrumento de fondo propio o de pasivo, por el carácter exigible que le confiere el principio de libre adhesión, al poder solicitar la persona socia el reembolso de la aportación en el momento de su baja⁶. Por tanto, el capital social en las cooperativas de trabajo asociado presenta mayor movilidad, lo que conlleva riesgo de descapitalización.
- El orden de prelación en la distribución del resultado favorece la salida de estos frente al incremento de la autofinanciación (la dotación mínima obligatoria se aplica sobre el excedente neto disponible), lo cual no fomenta por sí mismo el fortalecimiento de los recursos propios permanentes de las CTA.
- Por tanto, y como consecuencia de estas especificidades, puede percibirse a las cooperativas de trabajo asociado como sociedades con cierta dificultad de acceso a la financiación, al existir limitaciones importantes para el reforzamiento de los recursos propios. En este sentido, la retención de resultados es la vía principal para el crecimiento de este tipo de recursos, a falta de otras alternativas efectivas y viables que den respuesta a esta necesidad y puedan realizarse en el marco de la legislación cooperativa.

Algo similar ocurre en el seno de MONDRAGON, una de las iniciativas socioempresariales más relevantes del movimiento cooperativo mundial. Actualmente, tal y como recogen en su web corporativa, MONDRAGON está integrada por más de 98 cooperativas autónomas y 141 filiales productivas, constituyendo el primer grupo empresarial vasco y ocupando un puesto relevante en la clasificación de las principales empresas españolas. Por ello, y por

⁵ En línea: www.konfekoop.coop

⁶ Bajo determinados supuestos, básicamente rehusar incondicionalmente el reembolso de las aportaciones confiere a estos instrumentos financieros la naturaleza de fondo propio, como se analizará en el capítulo de revisión del estado del arte.

los motivos científicos, profesionales y personales que se comentan en su apartado correspondiente de este capítulo, esta investigación se va a centrar en estudiar los aspectos financieros particulares de las CTA pertenecientes a MONDRAGON.

Belen Kortabarría⁷, en los diversos Foros financieros (2015-2019) organizados por su departamento con objeto de reunir a las personas de las distintas direcciones financieras de las cooperativas intergantes, manifiesta la importancia de atender los aspectos financieros de forma que estos velen por la sostenibilidad futura de sus negocios (MIK - Mondragon Innovation & Knowledge, 2015). En este sentido, en la Ponencia del Congreso de MONDRAGON de 2018 (órgano del grupo asimilable a una asamblea general en una cooperativa), se manifiesta que las fórmulas que disponen las cooperativas para el reforzamiento patrimonial sólo sirven para necesidades limitadas y, por tanto, no tienen fácil acceso a otras fuentes de financiación en forma de fondos propios (Mondragon, 2018). Esta es una preocupación compartida por las direcciones financieras asistentes al Foro finanzas de 2015, en el que transmitieron su inquietud acerca de la dificultad de incrementar los recursos propios y obtener recursos ajenos permanentes, asumiendo este hecho una clara desventaja respecto a otras formas societarias. Además, los participantes coincidieron en remarcar que la problemática del fortalecimiento de los fondos propios es estructural, mientras que califican la capitalización de las cooperativas como aspecto fundamental que condiciona el potencial de crecimiento de sus empresas (MIK - Mondragon Innovation & Knowledge, 2015).

Por otro lado, todavía está muy presente la caída de la cooperativa de trabajo asociado emblemática de MONDRAGON, Fagor Electrodomésticos⁸. Este hecho supuso un hito relevante para el devenir de su entorno y el del conjunto de cooperativas. También para el movimiento cooperativo en general, ya que llegó a poner en cuestión la viabilidad del propio modelo cooperativo.

Sin embargo, Arando & Arenaza (2018) comentan que esta crisis también dejó muchas lecciones para el aprendizaje; lecciones que el grupo cooperativo se comprometió a poner en práctica. Entre otros temas, se puede mencionar la autoexigencia, previa a la recepción de la solidaridad del resto de cooperativas, o la corresponsabilidad en la gestión de dichos fondos corporativos, dos cuestiones con eminente matiz financiero. Y así lo reflejó MONDRAGON en su política socioempresarial 2017-2020 (MONDRAGON, 2016), donde defienden la necesidad de conseguir que los negocios se desarrollen desde posiciones competitivas sostenibles. La estrategia aprobada busca que las cooperativas del grupo empresarial dispongan de los recursos económicos necesarios y presenten estructuras financieras equilibradas a través de:

- Impulsar fórmulas que refuercen la situación patrimonial de las cooperativas, incrementando sus recursos propios.
- Optimizar las estructuras financieras de pasivo con visión a largo plazo.
- Impulsar la diversificación financiera, incrementando la financiación alternativa, para evitar una excesiva dependencia de la bancaria.

⁷ Belen Kortabarría es la actual responsable del departamento de gestión financiera de MONDRAGON, a través de la cual ofrecen servicios centralizados a todas las cooperativas adscritas al grupo.

⁸ Fagor Electrodomésticos fue la primera cooperativa constituida en el seno del grupo (por aquel entonces llamada ULGOR), el cual se declaró en concurso de acreedores en 2013, procediéndose a su liquidación.

- Desarrollar e implantar fondos e instrumentos de intercooperación financiera, utilizando también fórmulas de apalancamiento con terceros.

Aspectos, todos ellos, relacionados con el acceso a la financiación anteriormente comentados. La presente investigación no tiene como fin principal responder específicamente a los retos planteados por MONDRAGON. No obstante, abordar investigaciones acerca de las decisiones financieras de las cooperativas de trabajo asociado (las más numerosas en MONDRAGON) y sobre el estudio de su estructura de capital, puede ayudar en su desarrollo y consecución.

En efecto, esta tesis versará sobre las decisiones financieras de las CTA con el objetivo de comprender y mejorar la toma de decisiones que permitan arrojar algo más de luz en las cuestiones aquí planteadas y que todavía no están resueltas. En este sentido, su régimen jurídico, económico y fiscal diferenciado justifica un estudio específico para este tipo de sociedades, considerando que sus prácticas y motivaciones pueden ser diferentes a las sociedades capitalistas (incluso las de otra clase de cooperativas). En conclusión, se puede afirmar que este trabajo abarca un tema interesante, relevante y de actualidad para el conjunto de cooperativas de trabajo asociado objeto de estudio de esta investigación, como se observa a continuación.

1.2. Justificación de la investigación

A nivel científico, las primeras personas investigadoras en preocuparse por las decisiones financieras, buscaban una estructura financiera que pudiera considerarse como óptima, basándose para ello en la minimización del coste de capital de la empresa. Esta línea de investigación adquirió mayor relevancia cuando años más tarde Modigliani & Miller (1958) publicaron su trabajo más trascendental, en el cual defendían, bajo ciertas condiciones de mercado, la irrelevancia de las decisiones financieras sobre el valor de la empresa. Posteriormente, se inició un largo recorrido con estudios que intentaron relajar las condiciones de sus proposiciones e introducir imperfecciones en el modelo que permitieran entender mejor las decisiones sobre la estructura financiera de las empresas. Así, se introducen el efecto fiscal - imposición empresarial e imposición personal - (Modigliani & Miller, 1963), los costes asociados a dificultades financieras (Robichek & Myers, 1965; Stiglitz, 1969) e, incluso, llegan a contemplarse los costes producidos por la conducta de una serie de agentes que participan en este tipo de decisiones (esencialmente el conjunto de accionistas, la dirección y las personas acreedoras financieras), conocidos como costes de agencia (Jensen & Meckling, 1976). Así, se llega a lo que hoy día se conoce como la teoría del equilibrio estático o *trade-off* (en adelante, también TOT), que postula la existencia de un nivel óptimo de endeudamiento empresarial el cual considera las ventajas, básicamente fiscales, y perjuicios, en forma de costes para la empresa, del uso de la financiación ajena.

Sin embargo, contemplar los problemas que surgen como consecuencia del distinto nivel de información de los agentes da lugar a la formación de la otra teoría principal en relación a la estructura de capital, denominada como la teoría del orden jerárquico de las fuentes de financiación o *pecking order* (en adelante, también POT). Este planteamiento sostiene que la composición de la estructura financiera es consecuencia del orden preferente que tienen las personas directivas en cuanto a la utilización de las alternativas de financiación

existentes, atendiendo a la asimetría de información y a los costes asociados al uso de cada una de las fuentes (Myers & Majluf, 1984). Por tanto, consideran que no existe una única estructura financiera óptima ni que las empresas tratan de acercarse a un nivel determinado de endeudamiento, como defiende la teoría del equilibrio estático. Por el contrario, esta teoría concluye que la estructura financiera es la consecuencia de las decisiones de financiación en base a la jerarquía establecida entre los diferentes mecanismos de financiación. Nuestra investigación se apoyará en el estudio de estos dos enfoques, por lo que serán revisados posteriormente en mayor profundidad.

A pesar de la relevancia de ambos enfoques, estas teorías no han resuelto la problemática asociada a la estructura de capital de las empresas y, como comenta San Martín (2012), la comunidad de investigadores no ha terminado de ofrecer una solución definitiva, debido a los numerosos aspectos que deben considerarse a la hora de explicar la realidad de la financiación empresarial. Por ello, en las últimas décadas los estudios científicos desarrollados en este campo no han parado de identificar los factores determinantes que influyen en las decisiones de estructura de capital. Pretenden comprender la influencia que diferentes variables ejercen en el nivel de endeudamiento de una empresa, apoyándose en una u otra teoría y mediante la aplicación de técnicas econométricas que permiten estudiar estas relaciones. Los resultados obtenidos son dispares y no son plenamente concluyentes y, por tanto, los y las investigadoras han continuado en el empeño de abordar nuevas investigaciones con distinta aplicación, introduciendo nuevos enfoques o, incluso, confrontando teorías para ofrecer la mejor aproximación posible a la realidad empresarial.

De hecho se puede afirmar que el estudio de la estructura de capital de las empresas ha sido uno de los temas académicos con mayor número de publicaciones en finanzas, tal y como exponen Correa, García & Úbeda (2009) en un estudio donde analizan la producción científica en Economía financiera. Estos autores catalogan las principales líneas de investigación respecto a la estructura de capital en 4 bloques:

- 1) Investigaciones que basan sus hipótesis en la existencia de una estructura financiera óptima bajo el paraguas de la teoría del equilibrio estático o *trade-off* como los de Barclay & Smith (1995a), Barclay & Smith (1995b), Leland & Toft (1996), Graham (1996), Leland (1998) y Berger & Udell (1998); u otros basados en la teoría de la agencia como Yermack, Berger & Ofek (1997) y La Porta *et al.* (2000).
- 2) Trabajos donde se analiza la influencia de las decisiones financieras en la creación de valor para la empresa, especialmente mediante el análisis de las decisiones de endeudamiento como los de McConnell & Servaes (1995), Lang, Ofek & Stulz (1996) y Fama & French (1998).
- 3) Estudios que tratan de vincular las decisiones de financiación con la estrategia empresarial, a través de un conjunto de factores explicativos, como pueden ser los de Chevalier (1995), Phillips (1995), Zingales (1998), Dasgupta & Titman (1998) y Garvey & Hanka (1999).
- 4) Publicaciones donde confrontan las dos principales teorías mencionadas anteriormente que pretenden explicar la estructura financiera de las empresas, la teoría del *trade-off* y la teoría del *pecking order* como Shyam-Sunder & Myers (1999) y Fama & French (2002).

Por otro lado, estos autores destacan una serie de artículos que, sin pertenecer específicamente a ninguna línea de investigación en concreto, han sido claves en el estudio de la estructura de capital como Rajan & Zingales (1995).

Los estudios mencionados han aspirado a responder a cuestiones como ¿por qué las empresas tienen diferentes estructuras financieras?, o, ¿de qué dependen las diferentes composiciones que se pueden observar en las estructuras financieras de las empresas? Cada trabajo, con sus particularidades, ha tratado de escrutar qué factores influyen y de qué manera en las decisiones de estructura financiera de las empresas.

No obstante, el debate sigue abierto y en los últimos años la proliferación de artículos y tesis doctorales ha continuado. A continuación, se expone una muestra de los mismos, empleando como método de organización de estos trabajos la clasificación propuesta por Correa *et al.* (2009).

En este sentido, en la primera línea de investigación se encuentran trabajos de investigación centrados en estudiar el fenómeno del *trade-off*, bajo la consideración de la existencia de una estructura de capital óptima atendiendo a factores tales como el tipo de deuda a la que se recurre, la existencia de costes de quiebra, la presencia de impuestos o el momento del ciclo de vida financiero como en Roper (2006), Martínez & García (2006), Gutiérrez (2008), Salazar (2012), López (2014), Castro, Tascón & Amor-Tapia (2016) y Vázquez (2016). Por otro lado, pero dentro de la misma línea de investigación, también se encuentra otro grupo cuyos trabajos analizan la relación entre el endeudamiento y los aspectos relacionados con la teoría de la agencia y la influencia del marco institucional si bien no hacen énfasis en la existencia de una ratio de endeudamiento óptimo. En este bloque se puede agrupar a Casasola (2003), Álvarez, Boedo & Lagoa (2012), Martínez, García & Martínez (2017) y Díaz (2018).

La segunda línea de investigación identificada por Correa *et al.* (2009) también ha tenido recorrido con trabajos como de Azofra, Saona & Vallelado (2007), Blanco, Quevedo & Delgado (2009), Álvarez (2016), González (2017) y Moraga (2017). Estos estudios tratan de analizar la influencia que tiene la creación de valor en las decisiones financieras de la empresa en cuanto a la presencia o ausencia de oportunidades de crecimiento, la política de dividendos o la estructura de propiedad.

Siguiendo la misma estructura, la tercera línea de investigación la conforma el conjunto de trabajos orientados a determinar los factores determinantes de la estructura de capital basadas en la estrategia competitiva de la empresa o el enfoque de organización industrial, en el que pueden integrarse trabajos como los de Rodríguez, Rodríguez & Hernández (2001), Aybar, Casino & López (2004) o Sánchez (2011).

Por último, dentro de la cuarta línea de investigación, en la que más trabajos se han desarrollado, se puede citar a Booth, Aivazian & Demircug-kunt (2001a), Sogorb & López (2002), Sánchez (2004), Boedo (2005), Mestre (2007), Vendrell (2008), Domínguez (2010), Noulas & Genimakis (2011), Navarrete (2012), Handoo & Sharma (2014) y Henrique, Silva, Soares & Da Silva (2018), todos ellos enfocados a contrastar las principales teorías explicativas de la estructura financiera de la empresa, a través de una serie de factores determinantes que traten de corroborar o refutar sus predicciones. No obstante, Kumar, Colombage & Rao (2017) al realizar un meta-análisis de los factores empleados en las

investigaciones de los últimos 40 años, concluyendo que la mayoría se han basado en empresas de gran tamaño de economías desarrolladas, por lo que intuyen que éste no es un capítulo cerrado y la identificación de variables influyentes en la determinación de la estructura financiera debe continuar, más si cabe para aquellas empresas no encuadradas en este modelo empresarial.

Éste sería el caso de las sociedades cooperativas, debido a que todavía son escasos los estudios desarrollados que consideran a esta sociedad personalista como objeto de estudio (Sabaté, 1999; Russo, Weatherspoon, Peterson & Sabbatini, 2000; Ananiadis *et al.*, 2003; Chang, Lee, Yu & Lee, 2009; Amat & Perramón, 2011; Lájara & Mateos, 2012; Pozuelo, Carmona & Martínez, 2012; Wang, 2016; Zubiaurre, Andicoechea & Saitua, 2016; Martínez, Maté & Arcas, 2017; Mateos & Guzmán, 2018). La práctica totalidad de estas investigaciones se fundamentan en una tipología muy concreta: la cooperativa agrícola. Como se observa más adelante, las cooperativas de trabajo asociado y las cooperativas agrícolas presentan diferencias importantes, si bien ambas se rigen por el mismo marco jurídico y los mismos principios cooperativos.

A nivel estatal, se han abordado varios trabajos donde se analiza la estructura financiera de las cooperativas o llegan a compararla con sociedades no cooperativas como en Amat & Perramón (2011), Pozuelo *et al.* (2012) o Zubiaurre *et al.* (2016). Los primeros, trazan el perfil financiero de las cooperativas de alto crecimiento, comparando este conjunto de cooperativas con el resto de cooperativas y sociedades mercantiles. Pozuelo *et al.* (2012) utilizando una muestra de empresas cooperativas valencianas, llegan a la conclusión de que la presión fiscal, la rentabilidad y la solvencia son distintos en cooperativas y PYME capitalistas, mientras que encuentran similitudes entre las variables consideradas para medir la estructura financiera. En este sentido, en ambos tipos de empresa el apalancamiento es similar y mayoritariamente a corto plazo, si bien las cooperativas presentan una mayor proporción de fondos propios. Zubiaurre *et al.* (2016) emplean datos de cooperativas de trabajo asociado industriales de Euskadi para afirmar que estas empresas presentan un menor nivel de endeudamiento, sobre todo a corto plazo y, por tanto, una mayor solvencia global. Sin embargo, ambos estudios utilizan pocos ejercicios económicos para su análisis y, en consecuencia, los resultados obtenidos son muy limitados. Sin embargo, únicamente Lájara & Mateos (2012), Martínez *et al.* (2017) y Mateos & Guzmán (2018) consideran las principales teorías de estructura financiera para su análisis en cooperativas; aspecto que le confiere a la investigación un cuerpo científico con el que corroborar sus propias hipótesis.

Por tanto, la presente investigación se encuadra en este contexto, y en concreto, dentro de la cuarta línea de investigación según la clasificación de Correa *et al.* (2009), dado que tratará de comprender los factores determinantes de la estructura financiera que presentan las sociedades cooperativas de trabajo asociado, contrastando los resultados alcanzados con las teorías financieras más relevantes, a saber, *trade-off* y *pecking order*. Con base en estudios anteriores y en un desarrollo propio, se extraen los factores explicativos de la estructura de capital para deducir la influencia que estos pueden producir en las decisiones de estructura financiera de este tipo de empresa.

Dada la naturaleza dinámica de la estructura financiera se utiliza una metodología apropiada que permita trabajar con datos de panel, es decir, con aquellos datos que posibilitan trabajar simultáneamente con varios periodos de tiempo de varias empresas.

Además, para tratar adecuadamente los posibles problemas de endogeneidad, se planteará un modelo dinámico. En este sentido, es bastante común encontrar investigaciones empíricas con objetivos similares empleando técnicas de análisis multivariante que proporcionan relaciones entre una variable que represente la estructura de capital y otras variables independientes que puedan ser significativas para su determinación.

Sin embargo, como comentan Azofra & Rodríguez (2012) las teorías financieras tienen una capacidad limitada para explicar de manera integral este tipo de decisiones. Muchas investigaciones fundamentan sus conclusiones a partir del estudio exclusivo de relaciones entre variables construidas a partir de datos de tipo económico-financiero, pero sus resultados quedan lejos de lo que los directivos declaran en investigaciones como la de Graham & Harvey (2001). De hecho, este trabajo fue pionero en la utilización de la encuesta o *survey* como instrumento de aproximación al problema objeto de estudio en esta investigación en materia financiera.

En este sentido, San Martín (2012) aboga por conocer las motivaciones y preferencias de los agentes decisores para permitir acercar la teoría a la realidad de las decisiones financieras en las empresas. Por ello, propone emplear datos derivados de la observación directa, es decir, aquellos datos concretos obtenidos con un fin y en el que participa el investigador mediante entrevistas, encuestas, etc., para así resolver el problema de la falta de adecuación de los resultados a la práctica. En nuestra opinión, coincidiendo con San Martín (2012), la información económico-financiera de las bases de datos no es suficiente para entender con visión global las decisiones financieras, siendo ésta una debilidad importante de muchas investigaciones cuyo objetivo es comprender con solidez y fiabilidad el comportamiento financiero de las empresas. Así, se cree interesante complementar, que no sustituir, los datos obtenidos de la observación indirecta (bases de datos) con información obtenida mediante la observación directa, mediante entrevistas.

En este contexto, la presente investigación desea otorgar una visión integral de las decisiones de estructura financiera que adoptan las sociedades cooperativas de trabajo asociado. Así, se busca descifrar la configuración de la estructura financiera de estas sociedades y comprender el origen de las diferencias que puedan observarse entre distintas CTA. Por tanto, este reto implica estudiar las particularidades de la unidad empresarial sobre la que gira esta decisión y dilucidar la aplicación de las teorías financieras clásicas a las cooperativas en general y a las CTA en particular, ya que como comenta Myers (1999) estos trabajos mayoritariamente se han basado en grandes empresas de carácter capitalista que, además, normalmente cotizan en mercados financieros. Si a esto se añade la afirmación de Zingales (2000) el cual asegura que, en materia de finanzas corporativas, la teoría, la investigación empírica y las aplicaciones prácticas están absolutamente condicionadas por el modelo de empresa subyacente, queda perfectamente justificado abordar la investigación que aquí se presenta.

En nuestra opinión el marco legal cooperativo, la clase de cooperativa e incluso, la pertenencia a un grupo empresarial como MONDRAGON, pueden dar lugar a diferencias relevantes en las prácticas y motivaciones relativas a la financiación de estas sociedades. Por tanto, a través de esta investigación, se trata de dilucidar las claves de la dinámica financiera de un tipo de cooperativa en concreto: las cooperativas de trabajo asociado pertenecientes a MONDRAGON.

1.3. Motivos científicos, profesionales y personales

Considerando todo lo anterior, a continuación, se enumeran las motivaciones principales para el estudio de las decisiones de estructura financiera de las cooperativas:

Motivación nº1: La ausencia de estudios relevantes con planteamientos sólidos y fiables cuyo objeto de estudio sea el comportamiento financiero de las cooperativas, lo que por sí solo justifica el enfoque de esta investigación.

Todavía es escaso el desarrollo de investigaciones que consideren las cooperativas a nivel nacional e internacional, siendo múltiples las posibilidades de investigación para comprender mejor la dinámica de la estructura financiera de las cooperativas, en general, y de las cooperativas de trabajo asociado, en particular. Además de la línea de investigación en la que este trabajo se encuadra, existe otra serie de ramificaciones por explorar como los estudios que consideran tanto las especificidades financieras de la cooperativa (o de la CTA) como el tamaño empresarial, la madurez de la deuda, el ciclo de vida en el que se encuentra u otros enfoques teóricos como las de la teoría basada en organización industrial.

Motivación nº 2: La posibilidad de acercar un análisis teórico a la realidad empresarial mediante el empleo de una metodología que combine un estudio cuantitativo con un análisis cualitativo, al objeto de conocer la práctica de las decisiones financieras de forma integral, más allá de lo que pueda interpretarse de unos datos de naturaleza económico-financiera. Complementar estos resultados con las motivaciones o preferencias de estas decisiones permitirá una mayor comprensión de la configuración, sus determinantes y evolución de la estructura financiera de las cooperativas de trabajo asociado.

Motivación nº 3: La ocasión de estudiar el ámbito financiero de un fenómeno tan singular como las cooperativas de trabajo asociado. Un modelo de empresa en el que impera la participación de la persona socia en la propiedad, en la gestión y en la prestación de servicios justifica y aflora un campo de estudio diferente a las sociedades mercantiles convencionales, pero muy interesante para la comunidad científica por los distintos resultados y conclusiones a los que se pueden llegar.

Motivación nº 4: Concentrar la unidad de análisis a las cooperativas de trabajo asociado de MONDRAGON, tan presentes en el tejido empresarial del entorno del investigador desde su educación más temprana hasta su desarrollo profesional y medio de vida.

Por otro lado, las conclusiones podrán ayudar a estas cooperativas y a MONDRAGON a arrojar algo más de luz en la comprensión de esta problemática para poner en valor los instrumentos financieros fruto de la cooperación y abordar con una base más sólida los retos financieros marcados en su política socioempresarial 2017-2020 antes comentada.

Motivación nº 5: Aportación a la ciencia cuyo desarrollo posibilite el fomento de las cooperativas como mejor fórmula de hacer empresa y por el efecto que estas tienen en la redistribución de la riqueza, implicación en el entorno y desarrollo territorial, asistiendo a salvar, si así fuera, los obstáculos que presentan para el acceso a la necesaria financiación.

2. Objetivos de la investigación

Esta investigación se ha diseñado conforme al modelo propuesto por Maxwell (2012) y, por tanto, una vez contextualizado el tema objeto de estudio y justificado el interés, la actualidad y relevancia del mismo, se pasa a establecer el objetivo principal de la investigación.

2.1. Objetivo general

El objetivo principal de esta investigación es analizar la dinámica de la estructura financiera en las cooperativas de trabajo asociado de MONDRAGON en cuanto a la configuración, factores determinantes y comportamiento financiero derivado de las preferencias y motivaciones consideradas en las decisiones de estructura financiera.

En definitiva, lo que busca esta tesis es obtener un conocimiento profundo sobre cómo se financian las cooperativas de trabajo asociado y los fundamentos que lo justifican. Asimismo, se trataría de identificar los aspectos clave que este tipo de sociedad considera a la hora de elegir entre financiación considerada como fondo propio o ajeno y los motivos por los cuales se decantan por uno u otro instrumento financiero. Con todo ello, esta investigación espera poder interpretar la dinámica de la estructura financiera de las CTA de MONDRAGON en cuanto a las diferencias observadas en el uso de instrumentos.

2.2. Objetivos específicos y preguntas de investigación

Para poder cumplir con el objetivo general del estudio, será necesario la consecución de una serie de objetivos específicos (OE). En primer lugar, se pretende comprender de forma amplia la configuración de la estructura financiera de las CTA y las causas o razones que han hecho que así sea. Así, se investigará sobre las decisiones de estructura financiera de este tipo de sociedad al objeto de identificar las claves que permitan explicar el uso, proporción y evolución de la combinación de instrumentos financieros de patrimonio y pasivo de las CTA. Así mismo, cada objetivo específico se asocia con una serie de preguntas de investigación que se deben responder para su consecución. Por lo tanto, se trataría de:

OE1. Analizar la composición de la estructura financiera de las CTA de MONDRAGON de los últimos ejercicios económicos disponibles, para lo cual deben responderse las siguientes preguntas de investigación:

¿Cómo es la financiación de las CTA pertenecientes a MONDRAGON en cuanto al empleo de instrumentos financieros de fondos propios y ajenos, más allá de lo que muestran sus cuentas anuales? ¿Cuáles son las claves de su comportamiento financiero?

OE2. Estudiar quién toma, cómo y con qué motivaciones o preferencias las decisiones de estructura financiera en las CTA en la práctica, para lo cual deben responderse las siguientes preguntas de investigación:

En las CTA de MONDRAGON ¿quién y cómo adoptan las decisiones de financiación y sus alternativas? ¿Qué preferencias o motivaciones influyen en la adopción de decisiones de financiación?

OE3. Explorar el alcance sobre la aplicabilidad de los fundamentos de las teorías de estructura financiera a las CTA de MONDRAGON, para lo cual deben responderse las siguientes preguntas de investigación:

Las CTA del grupo cooperativo MONDRAGON ¿se marcan un objetivo de nivel de endeudamiento máximo? ¿Responde este nivel a los fundamentos de la teoría del trade-off? En el momento de adoptar decisiones de estructura financiera, ¿siguen un orden preferente en cuanto a las fuentes de financiación? Y este orden preferente, ¿coincide con la jerarquía planteada en la teoría del pecking order? Por tanto, ¿en qué medida pueden las teorías sobre estructura financiera explicar el comportamiento financiero de este tipo de sociedades?

OE4. Contrastar la veracidad acerca de las problemáticas financieras que se les presupone a las CTA, para lo cual deben responderse las siguientes preguntas de investigación:

¿Es limitado el acceso a la financiación de las sociedades cooperativas de MONDRAGON? Las decisiones financieras de las sociedades de MONDRAGON ¿son prudentes o conservadoras por el hecho de ser cooperativas? ¿Sufren las cooperativas de MONDRAGON problemas de infrainversión, horizonte temporal o de recurso común?

OE5. Identificar los factores determinantes de la dinámica financiera de las CTA de MONDRAGON, considerando, además, su estructura de vencimiento.

¿Cómo se visualiza la estructura financiera óptima de una CTA? ¿Qué factores pueden explicar las similitudes y diferencias que pueden observarse en cuanto a la composición de la estructura financiera de las sociedades cooperativas de trabajo asociado pertenecientes a MONDRAGON? ¿Qué relación guardan las variables identificadas respecto a dicha composición? ¿Existen diferencias en los resultados cuando se considera la estructura de vencimiento del endeudamiento? ¿Qué teoría o teorías explican mejor la dinámica financiera de las CTA de MONDRAGON?

De esta forma, se podrá ahondar en el análisis de las diferencias observadas en las estructuras financieras de las sociedades cooperativas de trabajo asociado de MONDRAGON, a través de los factores determinantes de su estructura financiera y, por tanto, desarrollar esta investigación de carácter exploratorio va a permitir contrastar la validez de las teorías financieras de estructura de capital para explicar la dinámica de la estructura financiera de las CTA de MONDRAGON.

Así, si bien los resultados no se podrían generalizar al conjunto de sociedades cooperativas (ni tan siquiera a las otras CTA fuera de la órbita de MONDRAGON) esta investigación podría suponer una de las primeras aproximaciones realizadas en ese sentido y que podrá servir de base para desarrollos futuros que puedan contemplar una unidad de análisis más amplia.

3. Estructura de la investigación

El contenido que se presenta a continuación, se ha estructurado de acuerdo con el diseño de investigación cualitativa de Maxwell (2012) que, a diferencia de otros modelos, propone un modelo interactivo. Este modelo contiene cinco elementos: Antecedentes y objetivos, Marco científico, Preguntas de investigación, Metodología y Limitaciones; todos ellos interrelacionados entre sí, confiriendo a la investigación una estructura flexible que permite la retroalimentación a cada elemento desarrollado.

Por tanto, en el primer capítulo se han determinado los antecedentes de la investigación, incidiendo en el interés y relevancia de los temas a abordar, así como en los objetivos y contribuciones de esta investigación. El capítulo concluye con esta sección, que desarrolla la organización del trabajo en los distintos capítulos.

En el segundo capítulo, se expone el contexto y ámbito de aplicación de la investigación de esta tesis doctoral: la cooperativa de trabajo asociado de MONDRAGON. Por ello, este capítulo incluye un análisis del marco jurídico, contable y fiscal en el que se desenvuelve este tipo de cooperativa donde una misma persona participa en la gestión y en la propiedad, además de aportar su trabajo personal; singularidad que limita o condiciona las decisiones de financiación de este modelo de empresa. Por otro lado, en coherencia con el ámbito de aplicación de la investigación, el capítulo contextualiza el grupo cooperativo MONDRAGON y profundiza en las especificidades económico-financieras que han de considerarse para descifrar los determinantes de sus decisiones financieras.

En el capítulo tercero se aborda la revisión del estado del arte acerca del tema de investigación: las decisiones de estructura financiera. En este sentido, esta sección recoge una amplia descripción de las distintas teorías y aportaciones relativas a la estructura de capital mediante una revisión de las principales investigaciones empíricas, sus modelos y sus conclusiones, haciendo especial hincapié en aquellas que emplean la forma cooperativa como unidad de análisis. A partir de estos resultados, se elabora una aproximación sobre la aplicación de estas teorías a las decisiones de financiación de las sociedades cooperativas de trabajo asociado, adaptando sus postulados e identificando las posibles incongruencias; todo ello, con el fin de señalar las predicciones de estas teorías sobre la estructura financiera de las CTA, reparando en los factores teóricos identificados y, sugiriendo, si así fuera el caso, nuevas variables a considerar que permitan una explicación más integral del comportamiento financiero de este tipo empresarial.

En un cuarto capítulo, una vez analizado el ámbito de aplicación y revisada la literatura científica más relevante para la investigación, se pasa a estudiar la evolución de las principales magnitudes económico-financieras de las CTA de MONDRAGON (periodo 2002 - 2019) como preámbulo a detallar las preguntas de investigación que han surgido en el transcurso del estudio. Por otro lado, el mismo capítulo incluye la descripción de la metodología a emplear (metodología mixta) para tratar de responder las preguntas formuladas en consonancia con los objetivos de investigación planteados en el primer capítulo y que servirán como guía en la presentación de resultados de los próximos capítulos.

Posteriormente, y considerando los resultados preliminares de los capítulos anteriores, se aborda el quinto capítulo, donde se presentan los resultados de la investigación cualitativa realizada en base a las entrevistas en profundidad a distintas direcciones financieras de cooperativas de trabajo asociado pertenecientes a MONDRAGON. Por tanto, el capítulo quinto trata de explicitar la forma en la que estas CTA toman sus decisiones de estructura financiera en la práctica, extrayendo conclusiones de la fusión de las teorías con la realidad de estas entidades. Además, se exponen los elementos singulares que se deben tener en cuenta tanto sobre las predicciones de los factores determinantes de las dos teorías identificadas en el capítulo tercero, como sobre nuevas variables que podrían resultar influyentes en la observación de la dinámica financiera de estas sociedades.

Así, y considerando el contexto y el marco teórico (capítulos II y III) y práctico (capítulo V) sobre la realidad empresarial de las CTA, se definen las hipótesis de investigación del siguiente capítulo sexto, donde se acomete el estudio del comportamiento financiero de las cooperativas de trabajo asociado de MONDRAGON a través de los factores determinantes de la estructura financiera. Se plantea una investigación cuantitativa basada en una metodología de datos de panel aplicado a un modelo dinámico basado tanto en los factores determinantes generales (definidos a partir de las teorías principales de estructura de capital, teoría del *trade-off* y teoría del *pecking order*) como en factores específicos (aquellos identificados en la investigación cualitativa). Las ratios de endeudamiento en sus diferentes niveles (total, largo plazo y corto plazo) actúan como variables dependientes al suponer una aproximación a las decisiones de estructura financiera, por lo que mediante la estimación de las relaciones de estas variables con los factores determinantes sirven para verificar las hipótesis planteadas. Así, los resultados alcanzados permiten conducir el análisis acerca de cómo influyen y por qué estos factores en la determinación del comportamiento financiero de las CTA, a través de la consideración de las conclusiones de la investigación cualitativa. Así mismo, el capítulo culmina con una interpretación acerca del grado de explicación de las teorías financieras más relevantes a las cooperativas, considerando también para ello las claves, motivaciones y preferencias identificados en el capítulo previo.

Finalmente, en el último capítulo se establecen las conclusiones generales de la investigación, lo que contribuye a responder al objetivo principal de este trabajo de investigación, al poder entrelazar los resultados del estudio cuantitativo con el análisis de las claves del comportamiento financiero de las CTA de MONDRAGON, de corte más cualitativo. Asimismo, se presentan las limitaciones que el presente estudio debe considerar al interpretar los resultados, así como las líneas futuras de investigación identificadas en el transcurso de este trabajo.

CAPÍTULO II

Contexto y ámbito de aplicación

1. Introducción

Este capítulo tiene por objeto profundizar en un elemento relevante del diseño de investigación: el contexto y el ámbito de aplicación. En él se presentan los ingredientes necesarios para entender la sociedad cooperativa de trabajo asociado, el marco de su operativa económico-financiera y las alternativas que tiene a su disposición para financiar la actividad económica desarrollada.

Se parte por exponer los aspectos fundamentales de las sociedades cooperativas y desgranando su marco jurídico general. A continuación, se profundiza en la clase de cooperativa objeto de análisis en esta investigación, la cooperativa de trabajo asociado (CTA), remarcando las singularidades que presenta dentro del colectivo de sociedades cooperativas. Además, se aborda el marco contable y fiscal, general y específico para las CTA, permitiendo de esta manera identificar las limitaciones y condicionantes en la configuración de su régimen económico y, en definitiva, en la composición de su estructura financiera.

A continuación, se expone un inventario de acciones relacionadas con el empleo de los instrumentos financieros estudiados que supongan un cambio en la configuración de la estructura financiera de las CTA. De esta forma quedan detalladas las posibles vías de incremento de fondos propios y fondos ajenos de las que disponen este tipo de sociedades, términos muy empleados en los siguientes capítulos. Además, todo ello permitirá determinar las diferencias de naturaleza financiera que presentan estas sociedades respecto de las sociedades mercantiles, en las que se basan las teorías e investigaciones científicas sobre las decisiones de estructura financiera que se estudiarán en el próximo capítulo.

El capítulo concluye con un apartado dedicado exclusivamente a MONDRAGON, centrado en aspectos como su configuración y organización actual y, sobre todo, en las especificidades económico-financieras que supone para una cooperativa pertenecer a este grupo empresarial.

2. La sociedad cooperativa de trabajo asociado y el marco jurídico de su régimen económico singular

A continuación, se presenta el apartado en el que se analiza el marco normativo que supedita las decisiones financieras de las cooperativas en cuanto a su definición, principios y regulación jurídica. De este análisis brotan las especificidades que hacen a la cooperativa un sujeto empresarial singular, aspectos relevantes para poder explicar la esencia de las decisiones de estructura financiera de estas sociedades.

La Alianza Cooperativa Internacional (ACI)⁹ a través de la Declaración de Identidad Cooperativa aprobada en su XXXI Congreso celebrado en Manchester en 1995 define a las sociedades cooperativas como "asociaciones autónomas de personas que se han unido de forma voluntaria para satisfacer sus necesidades y aspiraciones económicas, sociales y culturales en común mediante una empresa de propiedad conjunta y de gestión democrática".

En este sentido, Juliá & Gallego (2000) consideran que esta definición conjuga la doble naturaleza de la sociedad cooperativa: como asociación de personas y como empresa de propiedad conjunta y gestión democrática, siendo la primera vez que se alude a su carácter empresarial para plasmar la forma en la que las cooperativas alcanzan su objeto social. Por ello, hoy día no existen dudas de que las cooperativas, al igual que otras formas empresariales, son entidades que intervienen en el mercado produciendo bienes o servicios, asumiendo el riesgo que conlleva el ejercicio de una actividad económica.

Sin embargo, son empresas de características singulares, siendo los denominados principios cooperativos los motivadores de estas especificidades. Estos principios son pautas o guías mediante las cuales las cooperativas ponen en práctica sus valores como la autoayuda, la autorresponsabilidad, la democracia, la igualdad, la equidad y la solidaridad, además de aquellos valores éticos que, en la tradición de sus fundadores, las personas socias cooperativistas hacen suyos; a saber, la honestidad, la transparencia, la responsabilidad y la vocación social. Según Böök (1990) los principios cooperativos deben constituir la estructura mínima que toda sociedad cooperativa debe poseer y su cumplimiento en la práctica debe garantizar el logro de los objetivos y fines cooperativos. En este sentido, la adopción como propios de forma global de estos principios permite diferenciarlas de otras entidades como se observará más adelante.

A continuación, se estudia el marco jurídico de las cooperativas a través de la influencia de los principios cooperativos, como paso previo a escrutar, desde un punto de vista normativo, las sociedades cooperativas de trabajo asociado (CTA).

2.1. La sociedad cooperativa: marco general

Desde una perspectiva jurídica, tal como señala Alzola (2009), la sociedad cooperativa constituye una forma especial de estructurar el sujeto empresario. A raíz de la aprobación en España de la Constitución de 1978, la competencia en materia de cooperativas pasó a ser asumida por las comunidades autónomas, al no contemplarse la regulación de las sociedades cooperativas como materia exclusiva del Estado. Así, las distintas comunidades autónomas han desarrollado progresivamente sus propias leyes cooperativas, hasta que hoy en día se dispone de 17 leyes autonómicas y una estatal. La Ley estatal se aplica en los territorios que no hayan legislado sobre la materia (actualmente, sólo en las ciudades autónomas de Ceuta y Melilla) y, supletoriamente, en aquello no

⁹ La Alianza Cooperativa Internacional es una organización no gubernamental independiente que reúne, representa y sirve a organizaciones cooperativas de todo el mundo. El principal objetivo de la ACI es promover y fortalecer cooperativas de todo el mundo, alertando y defendiendo los principios y valores del cooperativismo, estimulando relaciones mutuamente provechosas entre sus organizaciones y favoreciendo el progreso económico y social de los pueblos. Por ello, es un organismo de acreditada referencia a la hora de establecer su marco conceptual.

especificado por las normativas autonómicas, siempre sin perjuicio de la legislación sectorial que les fuera de aplicación (crédito, transporte, vivienda, etc.). Esta abundancia legislativa podría suponer una desventaja importante para estas sociedades, aunque Gadea, Sacristá & Vargas (2009) comentan que existe suficiente estandarización como para promulgar una Ley Marco o de armonización¹⁰.

Por ello, se centra nuestro análisis en una única ley, la de Cooperativas de Euskadi –en adelante, LCE- por su reciente actualización¹¹ y por corresponderse con el ámbito espacial de referencia de esta investigación y de las cooperativas que son objeto de estudio. En algún caso también se alude a la Ley de Cooperativas estatal, - en adelante, LC - por regular de forma muy diferente algún aspecto fundamental en lo que a la configuración del régimen económico-financiero se refiere.

La legislación define, en términos muy similares a la ACI, a la sociedad cooperativa. El artículo 1 de la LCE la describe como una sociedad constituida por personas que se asocian para desarrollar una empresa que tiene por objeto prioritario la promoción de las actividades económicas y sociales de sus miembros y la satisfacción de sus necesidades con la participación activa de los mismos, observando los principios del cooperativismo y atendiendo a la comunidad de su entorno. Además, establece que las cooperativas deben ajustar sus estructuras y su funcionamiento a los principios cooperativos, siempre en el marco de la propia ley y le reconoce la capacidad para realizar cualquier actividad económica o social, con el límite de la prohibición legal basada en la incompatibilidad con las exigencias y principios básicos del cooperativismo.

Por tanto, a continuación, se analiza la manifestación de dichos principios cooperativos en la legislación, deteniéndonos y profundizando en aquellos aspectos que resulten de interés por suponer un elemento esencial en la configuración del régimen económico diferencial, considerando como tal a la regulación de los aspectos económicos y financieros que establecen las leyes cooperativas. Este análisis constituye un marco general para toda clase de cooperativas, el cual se profundizará para las CTA en el próximo apartado.

Para simplificar el análisis se han agrupado los principios en base a las relaciones existentes entre ellos, de la siguiente manera:

- Principio de adhesión voluntaria y abierta.
- Principio de gestión democrática y Principio de autonomía e independencia.
- Principio de participación económica de las personas socias.
- Principio de educación, formación e información, Principio de cooperación y Principio de interés por la comunidad.

¹⁰ La Ley de Sociedades de Capital actual ofrece un marco legislativo único para el conjunto de sociedades mercantiles ya sean sociedades anónimas, limitadas o comanditarias y les será de aplicación independientemente de si ejecutan su objeto social en una o más comunidades autónomas. Las sociedades cooperativas, por el contrario, deben aplicar la legislación vigente en el territorio donde desarrollen su actividad cooperativizada.

¹¹ Ley 11/2019, de 20 de diciembre, de Cooperativas de Euskadi.

PRINCIPIO DE ADHESIÓN VOLUNTARIA Y ABIERTA

Sobre este principio, la Declaración de la ACI (1995) expone lo siguiente: “las cooperativas son organizaciones voluntarias, abiertas a todas las personas capaces de utilizar sus servicios y dispuestas a aceptar las responsabilidades de ser socia, sin discriminación social, política, religiosa, racial o de sexo”.

En efecto, en estas sociedades las personas socias constituyen un pilar básico y según este principio, la relación de las cooperativas para con las personas que puedan adquirir tal condición debe presentar un carácter abierto, la adhesión a ellas debe ser voluntaria y las personas que deseen incorporarse deben ser capaces de utilizar sus servicios y estar dispuestas a asumir las responsabilidades que confiere dicha condición.

Sobre este principio Trujillo (2000b) comenta que la decisión sobre la admisión de personas socias necesariamente debe guiarse por razones de conveniencia, que sólo a la cooperativa corresponde valorar, si bien es cierto que las condiciones de entrada deben ser mínimas y de carácter general. De hecho, es el propio principio el que condiciona la admisión de sus miembros, al especificar que las personas que quieran adherirse deben ser capaces de utilizar sus servicios y estar dispuestas a aceptar las responsabilidades de ser socias. La normativa vasca establece en su artículo 20 LCE que los requisitos necesarios para la adquisición de la condición de persona socia deben establecerse en los estatutos, de acuerdo con lo fijado en la propia ley y que la aceptación o la denegación de la admisión no podrá producirse por causas que supongan una discriminación arbitraria o ilícita, en relación con el objeto social de la cooperativa¹².

Por otro lado, el principio de puertas abiertas debe evitar cualquier discriminación que, según García-Gutiérrez (1995), es una circunstancia de general aceptación e incluso de imperativo legal, entre otras razones, por la aplicación del artículo 35 de la Constitución.

La legislación recoge los derechos de las personas socias que, siguiendo la clasificación que realizan Senent & Fajardo (2016), pueden ser políticos, económicos o mixtos. No obstante, también están obligadas a cumplir determinados deberes legales, además de aquellos fijados estatutariamente por la cooperativa. La norma recoge las obligaciones de las personas socias en su artículo 22 LCE, tales como cumplir los acuerdos válidamente adoptados por los órganos sociales, participar en la actividad cooperativizada que desarrolla la cooperativa, aceptar los cargos para los que fuere elegida, cumplir las obligaciones económicas, etc. Por otra parte, para adquirir la condición de persona socia es necesario el desembolso de la aportación a capital, el cual deberá suponer una cantidad no excesivamente gravosa para la persona a fin de no entrar en contradicción con este principio (Morillas & Feliú, 2000).

Aunque esta definición implica únicamente una visión de ingreso a la cooperativa, en realidad, este principio opera en sus dos vertientes: de entrada y salida, tal y como argumentan Kaplan & Drimer (1981). Esto origina una eliminación tanto de las barreras de ingreso de nuevas personas socias como de los obstáculos para su baja en la sociedad. Por lo que, en principio, no existen trabas para la salida de las personas socias como tal;

¹² Villafañez (2014) aclara la confusión que en ocasiones se comete al no distinguir la actividad cooperativizada y el objeto social. Define el objeto social como la actividad de carácter empresarial que se organiza o desarrolla mediante la cooperativa. Incluso este artículo 20.2 LCE establece la no discriminación en relación con el objeto social cuando sería más exacto que lo hiciera respecto a la actividad cooperativizada.

al menos mientras se mantenga el número mínimo de personas exigido para constituir una cooperativa. En este sentido el art. 19 LCE establece que deben ser al menos 3 personas físicas (2, si la cooperativa es pequeña) o jurídicas, o bien 2 sociedades si la cooperativa es de segundo o ulterior grado.

Por otro lado, para consumir la salida de la persona socia, las leyes establecen tres posibilidades: la baja voluntaria, la baja obligatoria y la expulsión de la persona socia de la cooperativa. La baja voluntaria es aquella en la que la persona, por su propia voluntad y a pesar de mantener los requisitos para ser socia, muestra su intención de renunciar a tal condición. Deberán cursar preaviso a las personas administradoras en el plazo fijado en estatutos, que no podrá ser superior a tres meses. Sin embargo, la ley vasca posibilita a la cooperativa la exigencia de permanencia a la persona socia hasta el final del ejercicio económico o por un tiempo mínimo que no podrá ser superior a 5 años (Art. 26.3 LCE).

En cambio, la baja obligatoria es aquella en la que la persona socia pierde los requisitos exigidos por la ley o los estatutos de la cooperativa y, en consecuencia, debe abandonar la sociedad. Por último, las cooperativas poseen la capacidad de expulsar a la persona socia, aunque ésta debe efectuarse por razones justificadas y con garantías suficientes que aseguren sus derechos, de tal forma que la cooperativa no debería imponer obstáculos a su salida, si bien cabría la posibilidad de alguna acción si la cooperativa observase que la misma pueda deteriorar la estabilidad financiera de la entidad.

PRINCIPIO DE GESTIÓN DEMOCRÁTICA Y PRINCIPIO DE AUTONOMÍA E INDEPENDENCIA

La Declaración sobre la identidad cooperativa de la ACI define estos principios de la siguiente manera:

Principio de gestión democrática por parte de las personas socias: Las cooperativas son organizaciones gestionadas democráticamente por las personas socias, los cuales participan activamente en la fijación de sus políticas y en la toma de decisiones. Los hombres y mujeres elegidos para presentar y gestionar las cooperativas son responsables ante el resto de personas socias. En las cooperativas de primer grado, las personas socias tienen iguales derechos de voto (una persona socia, un voto), y las cooperativas de otros grados están también organizadas de forma democrática.

Principio de autonomía e independencia: Las cooperativas son organizaciones autónomas de autoayuda, gestionadas por sus personas socias. Si firman acuerdos con otras organizaciones, incluidos los gobiernos, o si consiguen capital de fuentes externas, lo hacen en términos que aseguren el control democrático por parte de sus personas socias y mantengan su autonomía cooperativa.

Estos dos principios albergan algunas de las características esenciales de las cooperativas. Establecen la igualdad entre las personas socias, definen la autonomía de la sociedad y ordenan que la administración de la empresa se haga de forma democrática por parte de sus miembros. Es la materialización de estas propiedades la que alberga la base fundamental del predominio del elemento humano sobre el capital en las cooperativas y por ello, estas sociedades son clasificadas como organizaciones personalistas frente a las demás sociedades mercantiles, a las que también se denomina como capitalistas.

Como se ha comentado anteriormente, se consideran como miembros a aquellas personas que son capaces de aprovechar los servicios prestados por la cooperativa; personas que, a su vez, deben gestionar la cooperativa. En consecuencia, una de las singularidades de las cooperativas reside en que la condición de la persona socia concentra en una misma el carácter de usuario, propietario y partícipe en la gestión de la sociedad, con lo que surgen dos relaciones sociales clave en la cooperativa: las personas socias como aportantes de capital y como partícipes de la actividad (Vicent, 2004).

Por otra parte, Prieto (2002) afirma que la garantía de autenticidad de las cooperativas es la igualdad de derechos de voto de todos sus integrantes (una persona, un voto) que, con carácter general, es independiente a la aportación a capital realizada por la persona socia. Normalmente, el órgano a través del cual se expresa la voluntad colectiva es la asamblea general, la cual se define en la LCE como la reunión de las personas socias constituida con el objeto de deliberar y adoptar acuerdos en las materias propias de su competencia y que vincula las decisiones adoptadas al conjunto de personas socias de la cooperativa (Art. 33 LCE). Existen algunas excepciones a la regla de igualdad y es que los estatutos pueden prever criterios de proporcionalidad del derecho de voto para personas jurídicas socias que sean cooperativas, sociedades controladas por estas y entidades públicas (art. 37.2 LCE).

Otro órgano de especial importancia es el consejo rector; órgano colegiado de gobierno al que corresponde, al menos, la alta gestión, la supervisión de las personas directivas y la representación de la sociedad, cuya composición la determinan la totalidad de las personas socias mediante votación en la asamblea general (Art. 41 LCE). De igual forma se eligen a las personas socias que componen la comisión de vigilancia (la intervención, en legislación estatal). Éste es un órgano de fiscalización de la sociedad cuyas funciones serán las que se asignen tanto por ley como por los estatutos de la sociedad. Pero habitualmente la comisión de vigilancia puede consultar y comprobar toda la documentación de la cooperativa y proceder a realizar las verificaciones que estime necesarias en el cumplimiento de sus fines (Art. 50 LCE).

Precisamente la legislación recoge los derechos que disfrutaban las personas socias acerca de la administración y gestión de la sociedad. Entre ellos, se les posibilita a formular propuestas, a participar con voz y voto en la adopción de todos los acuerdos, así como de ser elector y elegible para los cargos de los órganos sociales antes comentados. Por otro lado, aun no siendo elegidas para dichos cargos, la ley les reconoce el derecho a recibir la información necesaria para ejercitar sus derechos como personas socias y cumplir con sus obligaciones (Art. 23 LCE). En este sentido, también es posible encontrar en las cooperativas otras instancias de carácter consultivo o asesor, cuyas funciones se determinan en los estatutos y que, en ningún caso, pueden confundirse con las propias de los órganos sociales como, por ejemplo, el comité de recursos y el consejo social (Art. 54 y 55 LCE).

No obstante, la ley no precisa que las personas elegidas para la gestión de la sociedad deban poseer la condición de persona socia. Lo que se exige es que todas las personas socias estén representadas, que participen de forma activa en la toma de decisiones y en la fijación de sus políticas, además de exigir que se emplee un sistema por el cual ni un individuo ni minoría ni entidad externa consigan controlar la cooperativa. De hecho, en el principio de autonomía se requiere conservar su independencia frente a otros agentes con

los que la cooperativa puede mantener relaciones de distinta naturaleza, como alianzas o relaciones de inversión-financiación.

No siempre ha existido unanimidad en que las cooperativas fueran organizaciones abiertas y pudieran intervenir en el mercado como otro partícipe más, pero este hecho se superó cuando la ley les reconoce la posibilidad de operar con terceros ajenos a la sociedad con la condición de que no esté prohibido ni por leyes de carácter sectorial ni por sus propios estatutos y que tengan carácter accesorio o subordinado respecto a la operativa con las personas socias (art. 5 LCE).

PRINCIPIO DE PARTICIPACIÓN ECONÓMICA DE LAS PERSONAS SOCIAS

Dice la Declaración de la ACI: “Las personas socias contribuyen equitativamente al capital de sus cooperativas y lo gestionan de forma democrática. Por lo menos parte de ese capital normalmente es propiedad común de la cooperativa. Normalmente, las personas socias reciben una compensación, si la hay, limitada sobre el capital entregado como condición para ser persona socia. Las personas socias asignan los excedentes para todos o alguno de los siguientes fines: el desarrollo de su cooperativa, posiblemente mediante el establecimiento de reservas, parte de las cuales por lo menos serían indivisibles; el beneficio de las personas socias en proporción a sus operaciones con la cooperativa; el apoyo de otras actividades aprobadas por las personas socias” (Alianza Cooperativa Internacional, 1995).

En la definición de este principio vienen implícitos los aspectos básicos del régimen económico de las sociedades cooperativas, a saber: aportación equitativa de las personas socias al capital de la cooperativa, el patrimonio cooperativo conjunto, la remuneración de las aportaciones realizadas - limitada, en todo caso - y el destino de los resultados de la cooperativa. Por otro lado, este principio evidencia la debida separación entre la remuneración del capital aportado por la persona socia y la distribución del excedente de la sociedad.

Aportaciones de las personas socias al capital social

Para constituir una sociedad o formar parte de ésta es necesario que la persona que pretenda ser partícipe realice una aportación y las cooperativas, al poseer carácter empresarial, no son una excepción. Efectivamente, para la consideración de la persona socia como tal es condición indispensable realizar una aportación de naturaleza patrimonial, económica o en especie, a la que la legislación denomina aportación obligatoria inicial. Estas aportaciones deberán ser coherentes con el capital social mínimo de la sociedad, el cual no puede ser inferior a tres mil euros (art. 4 LCE).

Además, los principios cooperativos buscan que lo aportado por las personas socias sea equitativo como condición para el mantenimiento del control democrático en la sociedad. El artículo 61 LCE establece que la aportación obligatoria inicial se fijará en los estatutos y que podrá ser diferente para los distintos tipos de personas socias en función de su naturaleza física o jurídica, o para cada persona socia, en proporción al compromiso o uso potencial que cada una de ellas asuma de la actividad cooperativizada. Esta aportación inicial deberá estar desembolsada en un 25 por 100 en el momento de la suscripción y el resto, en un plazo máximo de 4 años.

Además, la cooperativa puede exigir cuotas de entrada o de ingreso a nuevas personas socias al objeto de paliar o aminorar el efecto que se produce en la dilución del patrimonio. El artículo 68 LCE denominado otras financiaciones establece que los estatutos o la asamblea general pueden establecer dichas cuotas de ingreso, aunque también limita su importe al 25 por 100 de la aportación obligatoria mínima.

Por otro lado, es posible que sea la propia persona socia quien desee aportar más capital además de la aportación obligatoria. La legislación permite hacerlo a través de las aportaciones voluntarias en el sentido del artículo 62 LCE. Sin embargo, una mayor aportación no otorga más derechos sociales ni políticos, respetando así el principio de control democrático anteriormente mencionado. No ocurre lo mismo en las sociedades capitalistas donde impera el binomio de una acción un voto y, por tanto, cuanto más capital aporta una persona más capacidad de voto acumula. Aun así, el artículo 60.5 LCE fija un límite a la aportación total de una misma persona cuando establece que el importe total de las aportaciones de cada persona socia en las cooperativas de primer grado no podrá ser superior al tercio del capital social.

Todas estas aportaciones (salvo las cuotas de ingreso) se integran en el capital social de la cooperativa, quedando comprometidas al riesgo de la empresa, mientras no se restituyan a las personas socias que abandonen la sociedad. En efecto, otra particularidad de las cooperativas es que la cooperativa debe reembolsar el importe de la liquidación correspondiente a las aportaciones de las personas socias en caso de que causen baja o por motivo de disolución de la entidad. Cuando ésta se produce, la cooperativa deberá liquidar la aportación a capital de dicha persona socia, ya que esta persona no tiene derecho a que se le devuelvan sus aportaciones a capital, sino a que le sean liquidadas las cantidades individualizadas a su nombre, considerando todos los incrementos y reducciones que se le hayan imputado. Por tanto, aunque por lo general en este trabajo se refiere al derecho al reembolso, en realidad es más adecuado emplear el término derecho a la liquidación, tal y como defienden Morillas y Feliú (2000).

En este sentido, al regular el capital social de estas sociedades desde hace algunos años se introduce la posibilidad de que las aportaciones a capital incorporen un derecho al reembolso sin ningún tipo de requisito o, por el contrario, reconocer que el reembolso pueda ser rehusado incondicionalmente por la asamblea general o el consejo rector (Art. 60.1 LCE). Este es un aspecto que ha adquirido especial relevancia para la determinación del capital como parte de los fondos propios o pasivos. Dada su naturaleza financiera con un efecto contable relevante, se profundiza sobre este aspecto en el apartado 3 de este mismo capítulo relativo al marco contable del régimen económico.

Sin embargo, la ley faculta a la cooperativa a aplicar deducciones sobre las aportaciones obligatorias o a computar las pérdidas reflejadas en el balance en el momento del reembolso, ya sean del ejercicio en curso o de ejercicios anteriores que queden por compensar (Art. 66 LCE). Por otro lado, la norma permite aplazar la devolución total o parcialmente, respetando un plazo que no podrá exceder de 5 años, salvo en caso de fallecimiento de la persona socia.

Remuneración de las aportaciones

Al realizar una aportación para adquirir la condición de persona socia, la cooperativa le permite satisfacer sus necesidades económicas, sociales y culturales a través de la actividad que realiza la empresa y, por tanto, debe ser esta razón, y no otra, la que subyace en la cesión de los capitales personales al patrimonio de la cooperativa. Por tanto, ninguna persona socia debiera considerar su aportación a la cooperativa como una inversión financiera; no al menos la aportación obligatoria, desembolso necesario y exigido por ley que la persona socia aporta con el fin de participar en la actividad cooperativizada. No ocurre lo mismo con otros tipos de aportaciones, como las voluntarias, las cuales gozan de un carácter facultativo, atesorando implícitamente un componente de inversión financiera. En este sentido, si la cooperativa lo contempla, la persona socia puede entregar dicho capital a la cooperativa con esperanza de percibir un rendimiento futuro, que no obligación.

En efecto, no existe obligación formal para que la sociedad retribuya a la persona socia por su aportación a capital; pero tampoco se prohíbe. Es decir, a través de los principios cooperativos se reconoce la posibilidad de que la sociedad pueda compensar, a través del pago de un interés, el esfuerzo económico realizado por la persona socia en cuanto que no puede disponer de dicho capital mientras mantenga la condición de persona socia. Lo que sí determinan estos principios, y se recoge en las distintas legislaciones, es el establecimiento de que, de existir retribución del capital aportado, ésta deba ser limitada.

Según Aranzadi (1976) los “Pioneros de Rochdale” en los que se están inspirados los principios cooperativos consideraron dos aspectos importantes en la interpretación de la remuneración limitada. Por un lado, admiten recompensar el capital por considerar que constituye la manera más eficaz de promover el ahorro entre las personas socias, el cual podrían canalizar a la adquisición de nuevas participaciones. Pero, por otro lado, exigen la limitación de dicho interés a un porcentaje fijo con el fin de evitar incurrir en prácticas capitalistas. Por tanto, se puede entender que la limitación de la retribución de las aportaciones es una fórmula para restar importancia al capital como elemento relevante de referencia dentro de la cooperativa. De hecho, Celaya (1992) afirma que precisamente es la limitación de la remuneración de la aportación la garantía de la subordinación del factor capital al factor trabajo.

En este contexto, el artículo 63 LCE establece que las aportaciones a capital podrán devengar un interés en la cuantía que previamente establezca la asamblea general, sin que en ningún caso el interés exceda del interés legal del dinero más seis puntos. No obstante, para las aportaciones voluntarias, la retribución no podrá ser superior a la de las últimas aportaciones voluntarias o en su defecto, a la de las aportaciones obligatorias. Sin embargo, y en todo caso, la retribución de las aportaciones a capital está condicionada a la existencia de resultados netos o reservas de libre disposición suficientes para satisfacerla (art. 63.3 LCE).

Destino de los excedentes de la cooperativa

La cooperativa, al igual que otras formas societarias, necesita determinar, al final de cada ejercicio económico, los resultados que ha obtenido a través de, en este caso, su actividad cooperativizada. Aunque existen diferencias relevantes en las distintas legislaciones cooperativas, la vasca es la que más asemeja la determinación del resultado a los criterios

exigidos para las sociedades mercantiles¹³. Así, según la LCE, el excedente se obtiene, además de deduciendo los gastos de los ingresos comunes de la actividad económica (denominado excedente bruto), los gastos específicos de las cooperativas como el importe de los bienes entregados para la gestión de la cooperativa, el importe de los anticipos laborales y los intereses debidos por las aportaciones al capital social y por las prestaciones y financiaciones no integradas en el capital social (Art. 69 LCE).

Otro aspecto a considerar es que algunas leyes como la estatal, distinguen tres tipos de resultados en función del origen de estos. Así, el art. 57.3 LC separa los rendimientos obtenidos en excedentes cooperativos, resultados extracooperativos y resultados extraordinarios. Los extracooperativos son aquellos integrados por los derivados de las operaciones realizadas con terceras personas no socias, los obtenidos de actividades ajenas a los fines específicos de la cooperativa, así como los derivados de inversiones o participaciones financieras en sociedades. En cambio, los extraordinarios son los procedentes de plusvalías que resulten de la enajenación de elementos del activo inmovilizado (con algunas excepciones). No obstante, las cooperativas pueden optar en estatutos por la no contabilización separada de los resultados del ejercicio y, por tanto, estas sociedades contarán con un resultado único independientemente del origen de los rendimientos.

Pues bien, una vez determinado el excedente de la cooperativa, este principio marca las distintas alternativas que estas sociedades pueden adoptar en cuanto a su distribución. En concreto, el destino del excedente puede ser:

- La dotación de reservas como forma de autofinanciación y, por tanto, de desarrollo de la cooperativa.
- El retorno cooperativo, término como se conoce a la parte de los excedentes que se distribuye entre las personas socias en función de su participación en la actividad cooperativizada.
- Otras actividades aprobadas por las personas socias.

La legislación cooperativa, en consonancia con este principio, establece los posibles destinos de los resultados. Aunque existe cierta divergencia en cuanto a proporciones, la mayoría de normas establecen un porcentaje que ronda el 20 por 100 cuyo destino es el fondo de reserva obligatorio - en adelante, FRO - y un porcentaje mayor si se separan los excedentes en función de su naturaleza. En el caso de contabilización separada de resultados, la LC establece que de los resultados extracooperativos o extraordinarios se destine un 50 por 100 al FRO.

Por otro lado, la LCE también fija la obligación de dotar un fondo que, si bien ha adquirido distintas denominaciones, tiene como fin la educación y la promoción cooperativa conocido anteriormente como FEP y más actualmente como contribución obligatoria para la educación y promoción cooperativa y otros fines de interés público, y por su acrónimo COFIP. La LCE establece que hay que destinar un 10 por 100 del excedente a este fondo, pudiendo reducirse a la mitad en tanto el FRO no alcance un importe igual al 50 por 100 del capital social (art. 70.2 y 70.3 LCE). En conclusión, la dotación global de estos fondos

¹³ Debido al marco plurilegislativo antes comentado, se pueden encontrar diferencias sustanciales de una normativa a otra en cuanto a determinación de resultados, los conceptos a considerar para su cálculo o la valoración de los mismos, como puede observarse en Paniagua (2013).

obligatorios, FRO y COFIP, alcanzará en todo caso el 30 por 100 de los excedentes disponibles¹⁴.

El artículo 70 LCE establece que el resto del excedente disponible debe aplicarse según lo establecido en estatutos o acordado en la asamblea cada ejercicio, a uno o varios de los siguientes destinos:

- ✓ A retorno cooperativo, que se calculará no en función del capital, sino en proporción a las operaciones, servicios o actividades realizadas por la persona socia con la cooperativa (la actividad cooperativizada).
- ✓ A dotación de fondos de reserva voluntario - en adelante, FRV-, con carácter repartible o irrepartible, tal y como establezcan sus estatutos o, en su defecto, la asamblea general.
- ✓ A incrementar las dotaciones al FRO y a la contribución para la educación y promoción cooperativa (COFIP), dado que los porcentajes fijados en las distintas normativas corresponden a mínimos obligatorios.
- ✓ Participación en los resultados de los trabajadores asalariados determinado por sus estatutos o por acuerdo de la asamblea, con carácter anual, cuya cuantía se fijará en función de los resultados del ejercicio económico.

Por tanto, mientras que las aportaciones a capital reciben sólo un interés limitado, los excedentes obtenidos se destinan a finalidades comunes o se distribuyen entre sus personas socias en proporción a sus respectivas operaciones con la sociedad. Por ello, este principio es acorde con, y por lo tanto refuerza, el carácter personalista de las cooperativas, ya que la distribución de los excedentes no depende del capital aportado por las personas socias, sino por su participación en la cooperativa.

Patrimonio común de la cooperativa

Este principio dota de una característica a las cooperativas que les permite reforzar su carácter social, dado el mandato otorgado a estas sociedades para que parte de su patrimonio sea de propiedad conjunta. Así, se concibe a las cooperativas como entidades que exceden la suma simple de individuos y cuyo conjunto constituye una asociación de personas con intereses comunes que conforman una propiedad colectiva.

En estas sociedades es el fondo de reserva obligatorio el paradigma del patrimonio común dado que ni está individualizado ni tiene carácter repartible. Otras reservas pueden conservar características similares, pero no son obligatorias. Así, el art. 71 LCE establece que el FRO, destinado a la consolidación, desarrollo y garantía de la sociedad, es un fondo de reserva de carácter irrepartible entre las personas socias, excepto en los supuestos expresamente previstos en esta ley, y que se nutrirá a partir de los importes retenidos de los excedentes, de las deducciones sobre las aportaciones obligatorias al capital social en caso de baja de la persona socia y de las cuotas de ingreso. Además, el art. 70 LCE antes mencionado establece la posibilidad de dotar reservas voluntarias de carácter irrepartible, siempre que así lo establezcan los estatutos o, en su defecto, se acuerde en la asamblea general.

¹⁴ El excedente disponible se obtiene de deducir del excedente neto las pérdidas de ejercicios anteriores y atender los impuestos exigidos.

En cambio, el capital social es una institución de naturaleza individualizada y está configurado para ser restituido a la persona socia en el momento en que deje de formar parte de la cooperativa, a menos que la cooperativa le confiera la facultad para ser no reembolsables (Art. 60.1 LCE). Por tanto, sólo existen dos vías posibles para la generación del patrimonio común de la cooperativa: (1) las aportaciones de las personas socias que tengan carácter no reintegrable, como las cuotas de ingreso y (2) la retención de excedentes para la constitución de fondos de reserva irrepartibles, ya sea dotando al FRO o a un FRV irrepartible y cuya aplicación esté restringida a los usos que le hayan otorgado, como la compensación de pérdidas. En este sentido, las aportaciones obligatorias o voluntarias de la persona socia integran el capital social, pero no el patrimonio colectivo de la sociedad. Tanto las que mantienen un carácter reembolsable como las que la cooperativa pueda rehusar incondicionalmente, permanecen en el patrimonio individualizado de la sociedad (ya sea entre los fondos propios o ajenos) y, por tanto, se computan de forma separada para cada persona socia. Así, cuando la persona socia solicite el reembolso de los fondos que le pertenecen en el momento de causar baja, están cuantificadas.

PRINCIPIO DE EDUCACIÓN FORMACIÓN E INFORMACIÓN, PRINCIPIO DE COOPERACIÓN Y PRINCIPIO DE INTERÉS POR LA COMUNIDAD

La ACI recoge las siguientes definiciones en su Declaración de Identidad Cooperativa para estos principios:

Principio de educación, formación e información: Las cooperativas proporcionan educación y formación a las personas socias, a los representantes elegidos, a los directivos y a los empleados para que puedan contribuir de forma eficaz al desarrollo de sus cooperativas. Informan al gran público, especialmente a los jóvenes y a los líderes de opinión, de la naturaleza y beneficios de la cooperación.

Principio de cooperación entre cooperativas: Las cooperativas sirven a sus personas socias lo más eficazmente posible y fortalecen el movimiento cooperativo trabajando conjuntamente mediante estructuras locales, nacionales, regionales e internacionales.

Principio de interés por la comunidad: Las cooperativas trabajan para conseguir el desarrollo sostenible de sus comunidades mediante políticas aprobadas por sus personas socias.

Estos principios son muestra evidente de que las cooperativas son entidades que se interesan tanto por sus miembros y por colectivos afines, así como del entorno que les rodea. La propia institución ACI es claro ejemplo de ello, organizando el movimiento cooperativo mediante una serie de organismos a nivel regional, nacional e internacional.

Como apunta Trujillo (2000b), la legislación cooperativa presenta dos tipos de colaboración: una puramente económica o empresarial - principalmente, las cooperativas de segundo o ulterior grado - y otra forma más asociativa o sindical, a través de uniones, federaciones y confederaciones.

Las cooperativas de segundo o ulterior grado son sociedades integradas por dos o más cooperativas. Como comenta el artículo 146 LCE tiene por objeto completar, promover, coordinar, reforzar o integrar la actividad económica de las entidades miembros y del grupo restante en el sentido y con la extensión o alcance que establezcan los estatutos. Por tanto, se erigen como forma de colaboración aprovechando las sinergias que puedan existir entre sus miembros.

Asimismo, el artículo 147 LCE contempla la posibilidad de que sean integrantes de las cooperativas de segundo o ulterior grado, además de las cooperativas de inferior grado y las personas socias de trabajo, cualquier entidad y personas jurídicas, de naturaleza pública o privada, siempre que exista la convergencia de intereses o necesidades y no representen estas entidades la mitad del total de los votos existentes en la cooperativa. Por tanto, la ley abre la posibilidad de que la cooperación de las cooperativas sea más extensa en su alcance, abarcando también a aquellas organizaciones del entorno que no pertenezcan al movimiento cooperativo con el límite que marca el principio de autonomía e independencia.

Como otra forma de colaboración económica, la ley incorpora los acuerdos intercooperativos, regulados en el artículo 153, en el que se recoge que las cooperativas pueden suscribir, con otras, acuerdos intercooperativos en orden del cumplimiento de sus objetos sociales, es decir, que, previo acuerdo, las personas socias de una cooperativa pueden beneficiarse de los servicios de la otra, teniendo tales hechos la misma consideración que las operaciones cooperativizadas con las propias personas socias.

La colaboración de carácter asociacional o sindical se determina en los art. 163 y 164 LCE, donde se reconoce la libre asociación de las cooperativas en uniones, federaciones y confederaciones.

Por otro lado, en el momento de liquidar la cooperativa existen normas concretas para el reparto del haber social. En este sentido, y satisfechas todas las deudas sociales, la contribución para educación y promoción cooperativa y otros fines de interés público (COFIP) y el fondo de reserva obligatorio (FRO) se pondrá a disposición, en el caso del País Vasco, del Consejo Superior de Cooperativas de Euskadi (art. 98.2. LCE). Por tanto, estos fondos serán inembargables y perdurarán dentro del propio movimiento cooperativo al objeto de mantener y fortalecer esta forma jurídica.

El afán social del movimiento cooperativo se manifiesta no sólo en el interés de sus integrantes, sino también en el desarrollo de la comunidad en la que se ubican. Así, los principios cooperativos impulsan a estas sociedades a contribuir con políticas que favorezcan el desarrollo sostenible. Estos propósitos se materializan mediante el COFIP, y se nutren a partir del porcentaje de los excedentes antes comentado, además de las sanciones económicas que imponga la cooperativa a sus integrantes. El artículo 72 establece que las dotaciones a este fondo se aplicarán, en atención a las líneas básicas fijadas por los estatutos o la asamblea general, a las actividades que cumplan alguna de las siguientes finalidades de interés público:

- a) La formación y educación de sus personas socias y personas trabajadoras sobre el cooperativismo, actividades cooperativas y otras materias no relacionadas con el puesto de trabajo.

- b) La promoción de las relaciones intercooperativas, incluyendo la cobertura de gastos por la participación en entidades creadas para la promoción, asistencia, dirección común o actividades de apoyo entre cooperativas.
- c) La promoción educativa, cultural, profesional y asistencial, así como la difusión de las características del cooperativismo en el entorno social en que se desenvuelve la cooperativa y en la sociedad en general.
- d) La promoción del uso del euskera.
- e) La promoción de nuevas empresas cooperativas mediante aportaciones dinerarias a una entidad sin ánimo de lucro promovida por el movimiento cooperativo vasco.
- f) La formación y educación de las personas socias y trabajadoras para el fomento en las sociedades cooperativas de una política efectiva para avanzar hacia la igualdad de mujeres y hombres.

Por tanto, una vez analizadas los elementos básicos de la configuración del marco jurídico y del régimen económico de las sociedades cooperativas a través de los principios cooperativos que inspiran la regulación cooperativa de Euskadi, se pasa a estudiar las especificidades que presentan en los mismos las cooperativas de trabajo asociado. Todo ello va a favorecer que se deduzcan los instrumentos financieros específicos que esta clase de cooperativa dispone para la financiación de su objeto social.

2.2. La sociedad cooperativa de trabajo asociado (CTA): marco específico

Si bien todas las sociedades cooperativas se rigen por los principios y valores cooperativos, existen grandes diferencias entre unas y otras. Como el objeto de estudio de esta tesis se corresponde con una clase concreta de cooperativa por las razones expuestas en el capítulo primero, merece la pena detenerse en el estudio de las singularidades que presentan las cooperativas de trabajo asociado.

Existen múltiples criterios para clasificar a estas sociedades, como puede observarse en Vargas (2012) quien, entre otros, clasifica a las cooperativas por la actividad u objeto social - de enseñanza, de viviendas, agrarias, etc. -, por la naturaleza de su actividad - de producción y de servicios -, por el sector que actúan - del campo, del comercio, etc. -, por la naturaleza de los sujetos - consumidores, profesionales y productores - o por su grado de integración empresarial - de primer grado o de segundo o ulterior grado -.

Sin embargo, uno de los criterios que en nuestra opinión mejor clasifica a las cooperativas es el de la vinculación de la persona socia con la cooperativa, distinguiendo, por un lado, las cooperativas de proveedores y por otro, las de consumidores de bienes y/o de servicios. Así, se pueden encontrar:

- **Cooperativa de proveedores**, donde la persona socia participa en el proceso productivo y/o de distribución aportando bienes y servicios, entre las cuales, se distinguen las cooperativas de trabajo asociado, las cooperativas agrarias, las cooperativas de explotación comunitaria de la tierra, las cooperativas del mar, las

cooperativas de transportistas, las cooperativas sanitarias y las cooperativas de enseñanza.

- **Cooperativas de consumidores de bienes y/o servicios**, donde la persona socia participa en el proceso productivo adquiriendo bienes o servicios producidos y/o adquiridos por la sociedad. Esta clase comprende cooperativas de consumidores y usuarios, cooperativas de viviendas, cooperativas agrarias, cooperativas de servicios, cooperativas del mar, cooperativas de transportistas, cooperativas de seguros, cooperativas sanitarias, cooperativas de enseñanza y cooperativas de crédito.

Por tanto, las cooperativas de trabajo asociado (CTA) son un tipo de cooperativa en el que el vínculo de la persona socia con la cooperativa es porque ésta le suministra un servicio esencial para su funcionamiento: el trabajo. Según García (2016) la actividad cooperativizada de este tipo de cooperativas puede tener una doble perspectiva: (1) enfoque de empleo, en tanto que proporcionan a su colectivo de socios puestos de trabajo, o (2) un enfoque de trabajo asociado. La ley estatal concibe a estas sociedades con el primero de ellos, mientras que la legislación vasca lo hace con la segunda perspectiva. Así, el artículo 103 LCE establece que son cooperativas de trabajo asociado aquellas que asocian principalmente a personas físicas que, mediante su trabajo, a tiempo parcial o completo, realizan cualquier actividad económica o profesional para producir en común bienes y servicios para terceras personas no socias¹⁵. Como comenta Santiago (1998) en la CTA la iniciativa empresarial posee una naturaleza colectiva asociativa y, por tanto, considera a la CTA como una asociación voluntaria de emprendedores caracterizada por la puesta en común de no únicamente una idea empresarial y un capital suficiente sino, además, de la prestación del trabajo personal de cada uno de los asociados.

Además, y por primera vez, la legislación vasca de 2019 incluye una referencia explícita de que las personas socias trabajadores de las CTA mantienen una relación societaria con la cooperativa, aspecto ampliamente discutido en la doctrina. Precisamente, como recuerda Costas (2005), en este hecho reside uno de los motivos por los cuales las comunidades autónomas tienen competencia en esta materia, al considerar que la persona socia no está vinculada a la cooperativa debido a una relación laboral sino a una de tipo societaria. Por tanto, en las CTA se mantiene la capacidad de determinar autogestionariamente el régimen de trabajo - que podrá establecerse también mediante reglamento de régimen interno -, recalcando de esta manera su naturaleza societaria y no laboral.

Sin embargo, por la prestación de su trabajo, tienen derecho a percibir periódicamente, en plazos no superiores a un mes, anticipos laborales en cuantía no inferior al salario mínimo interprofesional. En este sentido, Alfonso (2016) comenta que la CTA es un instrumento de potenciación del autoempleo cuyo régimen jurídico es especialmente protector con las personas socias, en cuanto a percepción de dicho anticipo, similitudes en el tratamiento de las personas socias respecto a los trabajadores por cuenta ajena en materia de protección de la seguridad y salud laboral o en las condiciones de trabajo (jornada laboral, descanso semanal, fiestas, vacaciones, permisos, excedencias, bajas, régimen disciplinario, etc.).

¹⁵ Fajardo (2016a) incluye en este capítulo una interesante reflexión sobre el concepto material y formal de la CTA, partiendo de la definición de cooperativa de la ACI, analizado en el apartado relativo al mismo, hasta las distintas definiciones contenidas en las leyes cooperativas, estatal y autonómica. En este sentido, la autora es crítica con el enfoque de las definiciones otorgadas a la cooperativa y a la CTA por la ley vasca, por confundir la actividad cooperativizada con el objeto social de la cooperativa y, por lo tanto, es más partidaria de definir esta entidad como la concibe la ley estatal.

Por ello esta autora recomienda distinguir en las CTA entre el ámbito interno, la actividad cooperativizada, y el externo de la sociedad, es decir, el objeto social de la cooperativa.

El artículo 103.2 LCE establece que podrán ser personas socias trabajadoras quienes legalmente tengan capacidad para contratar la prestación de su trabajo y, por tanto, de participar en la actividad cooperativizada¹⁶. De hecho, la CTA es una entidad en el que la persona socia tiene, al mismo tiempo, el derecho y el deber a participar en la actividad cooperativizada (Senent, 2016).

Sin embargo, también se contempla la posibilidad de que personas no socias contribuyan en las operaciones cooperativizadas, realizando contratos de trabajo por cuenta ajena. Así, aunque la legislación cooperativa recuerda que la finalidad fundacional de la CTA es proporcionar empleo a las personas socias trabajadoras, se les permite contratar personas trabajadoras por cuenta ajena cuando las circunstancias empresariales así lo requieran, sin perjuicio de que el número de horas/año sea superior al 30 por 100 del total horas/año de trabajo realizadas por personas socias trabajadoras. En este sentido, Alfonso (2016) manifiesta que la razón de ser de esta limitación es sencilla: fomentar o potenciar la incorporación de personas trabajadoras a la condición de personas socias, pues si su prestación laboral resulta necesaria para la cooperativa lo lógico es que lo haga como persona socia y no como persona trabajadora por cuenta ajena. Morales (1993) añade que de no existir restricción alguna, podría ocurrir que las personas socias actuales acabaran siendo los futuros capitalistas de estas sociedades. Además, la incorporación de personal no socio en la participación de la actividad cooperativizada es una forma adecuada de captar nuevas socias trabajadoras, aunque es necesario tener recogida la forma o el procedimiento por el cual el personal trabajador por cuenta ajena puede tener acceso a tal condición (art. 80.8 LC).

Como en cualquier tipo de cooperativa, en las CTA las personas socias se obligan, además de prestar sus servicios como trabajadoras, a realizar una aportación a capital, pese a que constituye un elemento instrumental según Bengoetxea (2016). Esta aportación debe efectuarse en moneda de curso legal o, previa autorización, en bienes o derechos susceptibles de valoración económica; por lo que la legislación excluye la posibilidad de que la aportación al capital se produzca mediante la entrega de trabajo. Sin embargo, Trujillo (2000a) señala que la condición de persona socia de la cooperativa debe fundarse en la capacidad laboral del cooperativista y no en sus aportaciones al capital y por ello, aunque las aportaciones obligatorias iniciales deben ser aportaciones de naturaleza patrimonial, es habitual encontrar CTA donde el capital social se engrosa a partir de la capitalización derivada de su participación en la actividad cooperativizada, ya sea vía anticipos (ordinarios o extraordinarios) o capitalización de retornos.

Otro aspecto muy particular de las sociedades cooperativas de trabajo asociado es una de las medidas implementadas para favorecer el acceso de las personas trabajadoras a la condición de persona socia empleando como aportación al capital, cuestión necesaria para su adquisición, la capitalización de las prestaciones que le corresponderían en concepto de prestación por desempleo¹⁷. Esta medida, además de permitir abonar la cuota de

¹⁶ En el caso vasco, ser mayor de 16 años y cumplir las condiciones del artículo 7 del Estatuto de Trabajadores.

¹⁷ Esta regulación ha sufrido varios vaivenes. Actualmente, se encuentra regulado por el artículo 10 de la Ley 5/2011, de 29 de marzo, de Economía social.

ingreso y la aportación obligatoria a la persona socia que ingresa en una cooperativa ya constituida, se ha convertido, en palabras de Plaza & Ciruela (2017), en una de las principales fuentes de financiación en la creación de nuevas sociedades cooperativas de trabajo asociado.

En cualquier caso, los estatutos pueden establecer un periodo de prueba no superior a seis meses como requisito de admisión como persona socia, durante los cuales no estarán obligadas a hacer aportaciones al capital social ni para desembolsar la cuota de entrada (art. 104.2 LCE). Por otro lado, los estatutos de la entidad pueden prever la figura de persona socia de duración determinada (art. 26.2. LCE), es decir, personas socias cuyo vínculo social tiene carácter temporal, ya sea por necesidades económicas coyunturales o por arreglo al periodo y procedimiento para adquirir la condición de persona socia de duración indefinida. No obstante, la ley permite que la aportación a capital pueda ser distinta que la de una persona socia de carácter indefinido, si así se establece en los estatutos de la entidad.

Por otro lado, junto con las personas socias trabajadoras en las CTA pueden coexistir otras clases de personas o entidades socias, siendo especialmente interesante para esta investigación la persona socia colaboradora. Como comentan Alzola & Villafáñez (2016) el desarrollo de esta figura se ha debido en gran medida a la búsqueda de fuentes de financiación diversas para la cooperativa, admitiendo personas socias que no participan en la actividad cooperativizada al objeto de responder a las necesidades financieras de estas entidades. Por su parte, Larrañaga (1985) estima que es una figura que puede revestir especial importancia en la promoción de cooperativas, especialmente en el caso de las CTA, al requerir su constitución importantes capitales y por tanto, posibilitar mediante terceras personas el apoyo financiero requerido, aportando recursos propios y otras ayudas.

El artículo 14 LC los define como personas físicas o jurídicas, que, sin poder desarrollar o participar en la actividad cooperativizada propia del objeto social de la cooperativa, pueden contribuir a su consecución; es decir, como comenta Fajardo (2016b) la presencia de la persona socia colaboradora puede ayudar al desarrollo de la empresa cooperativa, pero no es esencial para la entidad. En ese caso, la ley les impele a desembolsar la aportación económica fijada por la asamblea general, aunque en ningún caso puedan exigírsele nuevas aportaciones al capital social. Según la ley estatal esta aportación no podrá superar el 45 por 100 del total de las aportaciones al capital social de la entidad mientras que se restringe al 30 por 100 los votos que el conjunto de este tipo de socios pueda poseer (art. 14 LC). En cambio, la LCE no limita su participación en el capital de la CTA, aunque sí limita el número de votos en el mismo sentido de la legislación estatal. En todo caso, la legislación autonómica y estatal autorizan a esta clase de persona socia a realizar aportaciones voluntarias en las condiciones pactadas entre las partes, respetando los límites comentados.

Por otro lado, es posible encontrar en las CTA otra clase de persona socia junto a las personas socias trabajadoras y colaboradoras: las personas socias inactivas. Son aquellas personas que, por cualquier causa justificada y con la antigüedad mínima exigida, dejan de utilizar los servicios prestados por las mismas o de realizar la actividad cooperativizada. Están autorizadas para mantener su condición de persona socia en la CTA y, por tanto, también su aportación a capital social. Una de las causas más comunes en esta clase de

cooperativa es la jubilación de la persona socia trabajadora, perdiendo los requisitos exigidos para mantener esta condición debido a que en estas sociedades la actividad cooperativizada consiste en la prestación de trabajo.

Esta opción debe contemplarse en estatutos, junto con los derechos y obligaciones que se les reconocen a estas personas socias. Sin embargo, se precisa que, si la causa de la inactividad es la jubilación, el interés abonable a su aportación al capital social puede ser superior al de las personas socias en activo, respetando el límite general establecido para las cooperativas (art. 31.3 LCE).

Las CTA también presentan peculiaridades en cuanto a las consecuencias derivadas de la baja de la persona socia en la cooperativa. Como consecuencia de los reembolsos de las aportaciones, existen factores externos que pueden afectar al nivel de capitalización de las cooperativas como los demográficos (jubilación de generaciones numerosas) o económicos (etapas de gran crecimiento con entrada de numerosas personas socias), entre otros, con el consiguiente riesgo de descapitalización de las cooperativas. Y la figura de persona socia inactiva, responde, de alguna forma, como elemento neutralizador de dicho riesgo de descapitalización. Otra medida para paliar las consecuencias de la posible descapitalización es la ya comentada posibilidad de aplazar la devolución de capitales, aunque la legislación establece un máximo de 5 años desde la fecha de la baja (un año si el motivo de la baja es el fallecimiento de la persona socia).

Puede ocurrir una situación similar a la anterior cuando varias personas socias trabajadoras causen baja obligatoria por causas económicas, técnicas, organizativas o de producción, o concurra alguna causa de fuerza mayor. Se entiende, como Bengoetxea (2016), que en una CTA la baja obligatoria sólo procede como última medida, cuando las acciones de flexibilidad interna se muestren insuficientes y sea necesario para garantizar la viabilidad futura de la empresa, a diferencia de las sociedades de capital, en el cual el empleo puede tratarse como un mero factor productivo. Así pues, llegados a esa situación, la asamblea general o, en caso de preverlo en estatutos el consejo rector, puede decidir, para mantener la viabilidad económica de la cooperativa, reducir con carácter definitivo el número global de puestos de trabajo, posición en la que la baja tendrá consideración de obligatoria justificada. Sin embargo, en esta situación las personas socias cesantes tendrán derecho a la devolución inmediata de sus aportaciones voluntarias y a la devolución en un plazo no superior a dos años de sus aportaciones obligatorias. No obstante, cuando la cooperativa tenga disponibilidad de recursos económicos objetivables, la devolución de las aportaciones obligatorias también deberá realizarse en el ejercicio económico en curso.

Otro aspecto particular derivado del trabajo son los posibles obstáculos con los que la persona socia trabajadora pueda encontrarse por querer causar baja por motivos laborales. En principio, y aunque la ley cooperativa prevea la transmisión de las aportaciones a nuevas personas socias que se comprometan a serlo, es un sistema que presenta escasa flexibilidad (Alzola, 2009)¹⁸ y, por otro lado, el hecho de que la sociedad pueda rehusar de la devolución de su aportación, puede “obligar” a la persona socia a permanecer en la misma sin poder continuar con su trayectoria profesional fuera de la cooperativa.

¹⁸ De hecho, esta limitada transferibilidad manifiesta el carácter personalista de estas sociedades, donde las condiciones personales son relevantes para adquirir la condición de persona socia trabajadora.

Una vez repasadas los principales aspectos legales que guían la configuración de la sociedad cooperativa de trabajo asociado como sociedad que realiza una actividad empresarial, se pasa a estudiar este fenómeno desde la óptica contable. El marco contable tiene especial trascendencia dado que da lugar al criterio esencial de clasificación de las fuentes de financiación de empresa que se utilizarán posteriormente y que, además, en el caso de las sociedades cooperativas, no ha estado exento de polémica.

3. El marco contable de la cooperativa de trabajo asociado

El objetivo de este apartado es mostrar las disposiciones contables que le son de aplicación a las sociedades cooperativas de trabajo asociado, en general, y a sus instrumentos financieros, en particular. Este tema se aborda desde una perspectiva evolutiva a fin de entender el camino recorrido hasta la actual situación de clasificación contable de los instrumentos financieros que pueden componer su régimen económico. Con ello, se completa el estudio del régimen jurídico mostrado en el apartado anterior, ya que en éste se recoge la reacción de la legislación cooperativa al cambio del criterio contable y la adaptación de las normas contables, inspiradas en el marco de convergencia internacional.

El Código de Comercio otorga a la cooperativa un tratamiento de entidad mercantil por lo cual le exige el cumplimiento de lo que determina la legislación contable y, por tanto, se halla sometida a los mismos requisitos de revelación de información financiera que cualquier sociedad mercantil. La legislación cooperativa en su artículo 75 LCE demanda a estas sociedades:

- ✓ Llevar una contabilidad ordenada y adecuada a su actividad con arreglo al Código de Comercio, respetando las peculiaridades del régimen económico de las cooperativas.
- ✓ Formular las cuentas anuales (balance, cuenta de pérdidas y ganancias, la memoria, el estado de flujos de efectivo y el estado de cambios en el patrimonio neto) y si está obligada a auditar las cuentas del ejercicio, el correspondiente informe de gestión.
- ✓ Depósito de las cuentas en el Registro de cooperativas. Los libros contables, deben ser legalizados en el plazo de 4 meses desde la fecha del cierre del ejercicio (3 meses para formular y 1 mes para su depósito una vez aprobadas).

La regulación contable es competencia exclusiva del Estado (como establece el art. 149.1.6 de la Constitución española), y ésta se ha concebido, tradicionalmente, atendiendo a la naturaleza de las sociedades capitalistas. Así, desde el movimiento cooperativo reclamaban que los Planes Generales de Contabilidad decretados en el pasado, el de 1973 y el de 1990, no se ajustaban del todo a su realidad y, por tanto, pedían una adaptación contable relativa al sector cooperativo. Como señala Almiñana (1998), no significa que la contabilidad sea distinta por la aplicación de los principios cooperativos, sino que el registro contable debe reflejar adecuadamente los flujos económico-financieros y la estructura patrimonial de acuerdo con su naturaleza.

Así, en 2003 se presentó la primera adaptación de las normas de valoración y elaboración de las cuentas anuales atendiendo a las especificidades de las sociedades cooperativas. La Orden ECO/3614/2003, de 16 de diciembre, por la que se aprueban las normas sobre los aspectos contables de las sociedades cooperativas, adaptaba el Plan General de Contabilidad vigente en el momento a las singularidades cooperativas, siendo la primera adaptación que se realizaba atendiendo a un tipo de sujeto jurídico en concreto, por considerar la definición de cooperativa, valores y principios aprobados por la ACI¹⁹. Estas normas sirvieron para regular las operaciones específicas de la cooperativa no incluidas en el marco general y fueron de aplicación obligatoria para todas las sociedades cooperativas de trabajo asociado, a partir de los ejercicios económicos que se iniciaran desde el 1 de enero de 2004, con independencia de la regulación autonómica o estatal cooperativa a la que estuvieran sometidas.

No obstante, y debido a la política armonizadora adoptada por la Unión Europea (UE) en esta materia, decidieron aceptar como propio el cuerpo normativo emitido por el *International Accounting Standards Board* (antes IASC) y aprobar el Reglamento 1606/2002 relativo a la aplicación de las normas internacionales de contabilidad y que con posterioridad fueron aprobadas, en su mayoría, por el Reglamento 1725/2003 de la Comisión, que tienen por objeto garantizar un alto grado de transparencia y comparabilidad de los estados financieros.

Esta norma, de aplicación directa y vinculante para las empresas de los países miembros, ordenaba la obligación de formular cuentas consolidadas en función de las Normas Internacionales de Contabilidad, denominadas NIC, y, posteriormente, NIIF (Normas internacionales de Información financiera) para los grupos de empresas en los que alguna de ellas hubiera emitido valores admitidos a cotización en un mercado regulado de cualquier estado miembro de la Unión Europea a partir de los ejercicios que dieran comienzo en 2005, entre ellas las CTA²⁰.

Este proceso de armonización ha influido de forma relevante en el sistema contable español y en el año 2007 se aprobó la Ley 16/2007, de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base a la normativa de la UE. Autores como Jordá (2007) o Molina (2007) realizan un exhaustivo repaso de los cambios normativos producidos como consecuencia de la entrada de esta norma, entre ellos, la legislación cooperativa. Su Disposición Final Primera otorga competencias al Gobierno para aprobar y publicar un nuevo Plan General de Contabilidad

¹⁹ No es la primera vez que se aprueba una adaptación de un PGC. A lo largo de los años, se promulgaron adaptaciones derivadas de las características de un determinado sector, como las empresas constructoras, las entidades deportivas o a las empresas de asistencia sanitaria, entre otras. Sin embargo, la adaptación del PGC90 a las cooperativas es la primera adaptación que se realiza atendiendo a las características concretas y a la naturaleza de las operaciones y actividades realizadas por un tipo de sujeto contable en concreto, independientemente del sector al que pertenezca.

²⁰ En el Prólogo de estas normas se señala que las NIIF están diseñadas para ser aplicables en los estados financieros con propósito general, así como en otras informaciones financieras, de todas las entidades con ánimo de lucro. Más adelante se apunta que la forma jurídica adoptada por la entidad es independiente, ya que ello no debe influir a la hora de determinar si les son de aplicación o no las NIIF. Además, en el mismo prólogo se comenta que se incluyen dentro de la órbita de estas normas a organizaciones tales como las compañías de seguros mutuos y otras entidades de cooperación mutua, que suministran a sus personas propietarias, miembros o participantes, dividendos u otros beneficios de forma directa y proporcional. Por tanto, las NIC/NIIF pueden servir sin ningún inconveniente para elaborar los estados financieros de las sociedades cooperativas.

—en adelante, PGC07—, en el que se recoge un marco reglamentario que incluya aspectos de naturaleza contable.

Entre las modificaciones más relevantes que introdujo este nuevo PGC07, se encuentra la prevalencia del fondo económico sobre la forma jurídica cambiando, de este modo, el significado de los elementos de las cuentas anuales: activo, pasivo y patrimonio neto, gastos e ingresos. Sin embargo, las cooperativas pudieron seguir aplicando la adaptación del plan contable anterior en todo lo que no se opusiera al nuevo PGC07, con una salvedad: el criterio de distinción entre fondos propios y ajenos. Como más adelante comentaremos, esta nueva concepción de clasificación de los instrumentos financieros fue bastante polémica, por lo que se permitió utilizar el criterio anterior hasta la entrada en vigor de la adaptación a las cooperativas del nuevo PGC07. Este hecho se produjo a través de la Orden EHA/3360/2010, por la que se aprobaron las normas sobre los aspectos contables de las sociedades cooperativas - en adelante, NACC-. La nueva norma revisó y actualizó las anteriores de 2003 según los nuevos postulados del PGC07 y que se inspiraban en las ya comentadas NIC/NIIF.

3.1. Las normas sobre los aspectos contables de las sociedades cooperativas (NACC)

Las NACC son el conjunto de normas contables vigentes en la actualidad y aplicables a toda clase de cooperativas, aunque no realiza ninguna puntualización como la legislación cooperativa autonómica o estatal para las distintas clases de cooperativas. Se estructuran en 13 normas, además de incorporar dos anexos con los modelos de balance, cuenta de pérdidas y ganancias, estado de cambios en el patrimonio neto y estado de cambios de flujos de efectivo; todos ellos documentos que, junto con la memoria, integran las cuentas anuales y se presentan adaptados a las peculiaridades de este tipo de entidad.

Las cinco primeras normas se refieren a los fondos propios de las cooperativas, al igual que en la Orden de 2003. La primera norma tiene por objeto delimitar el concepto de patrimonio neto, al observar que lo constituye “la parte residual de los activos, una vez deducidos todos sus pasivos”, y detallando que en este término “se incluyen las aportaciones realizadas por sus personas socias que no tengan consideración de pasivos, así como los resultados acumulados u otras variaciones” que le afecten. Por tanto, lo define en la misma línea en que lo hacía el Marco Conceptual del PGC07.

La segunda norma se dedica a describir el capital social cooperativo, a desarrollar su concepto, su calificación y valoración como fondo propio, instrumento financiero compuesto o pasivo financiero, así como el tratamiento de la remuneración asociada al citado capital. La tercera norma estudia otras aportaciones que puedan realizar las personas socias de carácter no reintegrable y cuyo objeto no sea percibir bienes o servicios en forma de contraprestación. Se refiere a las cuotas de entrada de las personas socias o a las aportaciones realizadas con el fin de compensar total o parcialmente las pérdidas de la sociedad, o, por el contrario, incrementar las reservas.

La norma cuarta desarrolla los aspectos contables relacionados con los distintos fondos de reserva que pueden existir en las sociedades cooperativas y la norma quinta se encarga

de regular los fondos subordinados con vencimiento en la liquidación de la cooperativa. La sexta norma, define y califica contablemente el fondo de educación y promoción cooperativa o contribución que, en esta nueva orden, pasa a clasificarse como pasivo en vez de en un apartado independiente.

Las normas séptima, octava, novena y décima no ofrecen novedades respecto a las normas anteriores relativas a la determinación del resultado, elaboración de la cuenta de pérdidas y ganancias y al registro contable de gastos e ingresos, tal y como reconoce la propia introducción de la Orden. En este apartado cabe mencionar la única alusión a las CTA en toda la norma, ya que en la exposición de motivos se indica que la norma novena recoge el tratamiento contable específico que debe aplicarse en los casos en el que la persona socia suministra, en este caso, servicios a la sociedad. Concretamente, esta norma establece que dichos servicios se valorarán por el precio de adquisición que corresponda al servicio prestado y que su reconocimiento se realizará atendiendo a la corriente real a los citados servicios e independiente a la corriente financiera. Además, especifica que los anticipos laborales, en la medida que constituyen la retribución de un servicio imputable a un ejercicio, se considerarán gasto de dicho ejercicio, sin perjuicio de que las retribuciones finales puedan cuantificarse teniendo como base el resultado del ejercicio. Por tanto, dicho gasto se considerará gasto de personal de la cuenta de pérdidas y ganancias de la CTA en una letra específica que refleje tal fin con denominación de “Servicios de trabajo de socios”.

Por otro lado, la norma undécima está dedicada a la distribución de resultados, tanto en lo referente a la aplicación del excedente obtenido como de las pérdidas generadas en el ejercicio. La norma duodécima desarrolla los aspectos contables relacionados con el impuesto sobre beneficios que grava el resultado de la cooperativa y, por último, la norma decimotercera se refiere a las cuentas anuales de las cooperativas, que han de elaborarse de acuerdo a las reglas establecidas en el PGC07.

A continuación, se expone la gestación de los criterios contables de clasificación de los instrumentos financieros en el marco contable actual, con especial atención en la controvertida consideración de las aportaciones de las personas socias a capital social como fondos propios de las sociedades cooperativas.

3.2. Clasificación de las fuentes de financiación en la normativa contable

Tradicionalmente, los recursos utilizados por las empresas para financiar su actividad se han clasificado en fondos propios o ajenos y aunque son numerosos los términos utilizados para denominar a unos –recursos propios, patrimonio neto, patrimonio contable, financiación propia, ...- y a otros – recursos ajenos, pasivo exigible, financiación ajena, ...- todos ellos representan términos similares o muy próximos.

Pues bien, hasta la convergencia de las normas contables con la armonización internacional en la clasificación contable de las fuentes de financiación, tal como señala Cubedo (2003), ha prevalecido el enfoque jurídico - la teoría de la propiedad - sobre el

fondo económico - teoría de la entidad -²¹. En este sentido, cualquier aportación realizada por las personas socias o propietarias a la sociedad con carácter estable tenía consideración de fondo propio, independientemente de otros factores que pudieran dar lugar a una interpretación distinta.

Sin embargo, se pueden encontrar varias publicaciones que de alguna forma cuestionaban este hecho. Diversos autores como García-Gutiérrez (1999), Celaya (1992) y Ballesteros (1990) ya advertían sobre este hecho y consideraban las aportaciones de las personas socias como pasivo exigible a largo plazo debido al derecho al reembolso de las personas socias en caso de baja, mientras que otros autores lo consideran como un fondo propio de menor calidad al no constituir una fuente estable de financiación como comentan Pastor (2002), Fajardo (1997) y Vicent (1990).

Sin embargo, a raíz del proceso de normalización contable cambia el criterio de clasificación de los elementos patrimoniales, al establecer que ésta ha de realizarse en función de su fondo económico en vez de en consideración de su forma jurídica. De hecho, fue la publicación por parte del IASB de la NIC 32, relativa a “Instrumentos financieros: presentación e información a revelar”, donde en materia contable se alude por primera vez a esta cuestión, ya que contiene referencias a las aportaciones de las personas socias de las cooperativas que, debido a la existencia del derecho a reembolso de la persona socia, las clasifica como pasivos financieros y no como hasta ese momento, como instrumentos de patrimonio. Sin embargo, esta norma necesitó de una interpretación, la cual se publicó en 2004 bajo el nombre de CINIIF 2 “Aportaciones de socios a entidades cooperativas e instrumentos similares”.

Como se señala en el alcance de esta interpretación, será aplicable a los instrumentos emitidos a favor de las personas socias de entidades cooperativas, que constituyen participaciones en la propiedad de dichas entidades, y que se encuentran en el ámbito de aplicación de la NIC 32. Las aportaciones de las personas socias al capital poseen características de patrimonio neto, como el derecho a voto o la participación en los resultados de la sociedad. No obstante, en ocasiones, al tenedor del instrumento se le reconoce el derecho contractual de solicitar el rescate. Ello provoca, a priori, la clasificación directa de las aportaciones como pasivo, de acuerdo con el principio que prima la realidad económica que subyace en una operación frente a la forma jurídica, establecido por el IASB en su marco conceptual (párrafo 51).

Como comentan Arias & Montegut (2012) generalmente el fondo y la forma suelen coincidir, pero en el caso de las cooperativas algunos instrumentos toman la forma de patrimonio neto pero en el fondo son pasivos, dado que la aportación tiene que ser devuelta a la persona socia cuando ésta cause baja. Sin embargo, esta CINIIF advierte que el derecho a exigir el reembolso no implica, por sí sólo, que necesariamente el instrumento financiero deba clasificarse como pasivo financiero, ya que se deberán tener en cuenta todos los términos y condiciones del contrato. En este sentido, esta norma determina las directrices por las cuales las aportaciones serán clasificadas como pasivo o instrumento de patrimonio:

²¹ Arenaza (2009) repasa en su artículo los criterios de clasificación de la estructura financiera más usuales: criterio de propiedad, criterio de patrimonio neto como valor residual, criterio de permanencia, criterio de exigibilidad y criterio de garantía frente a terceros.

- Serán consideradas patrimonio neto si la sociedad tiene el derecho incondicional de rechazar el rescate de las mismas; en caso contrario, se clasificarán como pasivos financieros.
- No obstante, las leyes locales, los reglamentos o los estatutos de entidad pueden imponer diferentes tipos de restricciones al reembolso. Si la restricción se refiere a la prohibición del rescate si se cumplen o dejan de cumplir ciertas condiciones, las aportaciones no se considerarán pasivo financiero. Por tanto, únicamente se aceptarán prohibiciones incondicionales al reembolso de la aportación para ser considerado instrumento de patrimonio.
- Dicha prohibición puede ser total o parcial, de manera que el exceso sobre el límite por el que opera la condición se considerará pasivo financiero.
- Estos límites pueden variar en el tiempo, por lo que dará lugar a una transferencia entre pasivo y patrimonio neto.

Por tanto, el principal criterio para delimitar la calificación como pasivo financiero o patrimonio neto de las aportaciones a capital, es la naturaleza condicional de la obligatoriedad al reintegro, prescindiendo de otros factores como el derecho de voto o la relación de propiedad (participación en gestión, etc.). Es decir, que si bien el criterio anterior facilita la clasificación de los instrumentos financieros no constituye un elemento definitorio único para determinar las diferencias entre instrumentos de pasivo y patrimonio neto.

Por último, cabe mencionar que la norma hace referencia a las distribuciones del resultado empresarial entre los tenedores de estos instrumentos, considerando que si se clasifican como instrumentos de patrimonio deben reconocerse en el patrimonio neto de la sociedad. En cambio, los intereses, dividendos y otros rendimientos relativos a los instrumentos financieros clasificados como pasivos se considerarán gastos del ejercicio, con independencia de su naturaleza jurídica, es decir, de la denominación que reciban legalmente.

En este contexto, la comunidad investigadora trató de pronosticar las consecuencias que entrañaría el cambio de consideración contable de las aportaciones a capital social como, entre otros, Polo & Gallego (2006) y Vargas (2007). Comentan que los efectos más palpables son aquellos de carácter económico-financiero debido a que la reclasificación de las aportaciones supone un incremento del total pasivo en igual cuantía que se disminuye el patrimonio neto; este movimiento supone un aparente incremento del endeudamiento y, por tanto, deterioro de la imagen de solvencia frente a terceros. Esta nueva configuración del balance de la cooperativa puede conllevar dificultades para la obtención de financiación externa o incremento del coste de estos recursos, más si cabe en las cooperativas cuyo ámbito de operaciones sea internacional, donde el desconocimiento de esta figura y sus especificidades son aún mayores.

Además, Vargas (2007) señala que puede haber otra serie de consecuencias de índole mercantil o fiscal. La disminución del neto patrimonial puede afectar en aquellos límites o criterios que hagan alusión a la cifra de patrimonio neto, como en las causas de disolución o en la protección fiscal de la cooperativa²².

²² Bastida (2013) recoge estos y otros efectos de menor entidad en su tesis sobre los efectos económicos de la primera aplicación de las normas contables adaptadas a la NIC 32 y la CINIIF 2 a las cooperativas.

Por tanto, como comenta Polo (2014) el resultado de la aplicación de la normativa internacional en el entorno cooperativo empeora la calidad de la información financiera presentada, pues no se puede defender que la presentación de las aportaciones de las personas socias como pasivo ofrezca mayor información al usuario, sino que puede añadir confusión al mismo. De hecho, como comenta Arenaza (2009) dichas normas han tenido un efecto perverso en la elaboración de la información contable, puesto que más allá de servir como guía para la interpretación de los sucesos contables, han alterado la propia sustancia de la empresa cooperativa, como se aprecia a continuación.

3.3. Reacción de la legislación cooperativa y adaptación de las NACC

En este clima de armonización contable internacional y con un anteproyecto de reforma y adaptación de la legislación mercantil anteriormente comentada, se empiezan a modificar las leyes cooperativas para dar cabida y respuesta a la posibilidad de considerar todo o parte del capital social cooperativo como patrimonio neto en vez de pasivo financiero, evitando de esta manera las consecuencias percibidas de esta reclasificación.

Entre ellas, se aprueba la Ley 8/2006, de 1 de diciembre, de segunda modificación de la Ley de Cooperativas de Euskadi, en la que, tal y como se indica en la exposición de motivos, se establece que es necesario armonizar el derecho al reembolso de las personas socias, al colisionar este derecho incuestionable con la normativa internacional. Así, trata de que las aportaciones obligatorias y voluntarias de las personas socias a capital social, puedan contabilizarse efectivamente en el patrimonio neto de la sociedad, sin afectar a los valores y principios cooperativos, ni al espíritu de la vigente LCE y, por tanto, remite a la libre decisión de cada cooperativa para que los estatutos sociales puedan prever la existencia de aportaciones a capital social no exigibles, pero reembolsables por decisión de la cooperativa²³.

Para ello, modifica el artículo relativo al capital social que, tras la refundición de las normas anteriores en la Ley 11/2019, de Cooperativas de Euskadi, queda redactada de la siguiente manera en el artículo 60.1:

“El capital social de la cooperativa estará constituido por las aportaciones de naturaleza patrimonial realizadas al mismo por las personas socias, ya sean obligatorias o voluntarias, que podrán ser:

- a) Aportaciones con derecho de reembolso en caso de baja.*
- b) Aportaciones cuyo reembolso puede ser rehusado incondicionalmente por la asamblea o el consejo rector, según se prevea en los estatutos.”*

Por tanto, de este momento en adelante toda referencia a las aportaciones de las personas socias debe realizarse separando aquellas aportaciones del artículo 60.1.a) LCE de las

²³ Corresponderá a la asamblea general la decisión sobre la designación y, en su día, transformación obligatoria de aportaciones exigibles en no exigibles, otorgando el derecho de separación a las personas socias disconformes, considerándose como baja justificada.

relativas al artículo 60.1.b) LCE para toda clase de cooperativas, entre ellas, las CTA²⁴. Poco a poco, el resto de leyes cooperativas han ido introduciendo este nuevo régimen de aportaciones que contempla la posibilidad de rechazar incondicionalmente el reembolso, al objeto de otorgar a las cooperativas la posibilidad de no reclasificar su capital social como pasivo.

Una vez aprobadas estas reacciones legislativas, se produce la última reforma contable mediante la Orden EHA/3360/2010, cuya finalidad es que las cooperativas tengan a su disposición unas normas que les permitan seguir suministrando información en el marco del PGC07, pero sin abandonar gran parte de la regulación especial aprobada en 2003. Como se ha apuntado en apartados anteriores el marco contable español se ha nutrido de la normativa internacional y por ello, esta controversia se ha trasladado a los elementos patrimoniales de las cuentas individuales de las sociedades cooperativas de trabajo asociado (CTA) a través de la entrada en vigor del PGC07 y más concretamente, de las NACC.

En concreto, a partir de 2010 la norma segunda de las NACC califica el capital social de las cooperativas como patrimonio neto, pasivo financiero o instrumento financiero compuesto en función de las características de las aportaciones de personas socias. Determina que se considera fondo propio y, por tanto patrimonio neto, las aportaciones de las personas socias cuyo reembolso en caso de baja pueda ser rehusadas de forma incondicionada por el consejo rector o la asamblea general (como las del art. 60.1 b), siempre que no obliguen a la sociedad a pagar una remuneración obligatoria a la persona socia y el retorno sea discrecional. En cambio, aquellas que tengan derecho al reembolso en caso de baja (como las del art. 60.1 a) y remuneración o retorno obligatorio, se considerará un instrumento financiero compuesto y en los casos no previstos, pasivo financiero.

Genovart & Mauleón (2017) realizan un resumen de los condicionantes de la calificación contable del capital cooperativo según su reintegrabilidad y comentan que, si en el momento de la baja de la persona socia la sociedad ejerce el derecho de prohibición, seguirá siendo parte del patrimonio neto, mientras que si no lo ejerciera debería reclasificarse como pasivo financiero hasta hacer efectiva su devolución que, como se ha visto, no puede exceder de 5 años (art. 66.4 LCE). En el resto de supuestos (no posibilidad de rehusar y/o remuneración obligatoria), ya sea en el momento de realizar la aportación (inicial o sucesiva) o en el que la persona socia causa baja, se clasificará en todo caso como pasivo financiero, al considerarse un instrumento financiero compuesto.

Diversos estudios han analizado el impacto de la entrada en vigor del nuevo criterio contable, como Zubiaurre, Andicoechea & Saitua (2010). Estos autores realizan un estudio sobre el impacto de la aplicación de este nuevo marco contable sobre los fondos propios

²⁴ Complementariamente, otra posibilidad que se ofrece desde la citada modificación de la ley vasca en 2006 es la de fijar un porcentaje de capital social de forma que, una vez superado el mismo, los reembolsos restantes deban requerir un acuerdo favorable del consejo rector (art. 60.2 LCE). Sin embargo, la ley recoge una serie de garantías para los titulares de las aportaciones cuya restitución se haya rehusado por la cooperativa en cuanto a remuneración o reintegro preferente, así como a la transmisión a nuevas personas socias de estas aportaciones, si así se recoge en estatutos.

de las cooperativas de trabajo asociado de Euskadi. Una vez analizadas las diferentes medidas acordadas por las asambleas de estas sociedades, analizan los efectos que han tenido sobre la configuración de las masas patrimoniales del balance y algunas ratios financieras de solvencia. Concluyen que no ha tenido un impacto relevante sobre el patrimonio neto de la gran mayoría de las cooperativas analizadas al optar estas por cambiar sus condiciones estatutarias a fin de protegerse de las consecuencias adversas de no hacerlo; consecuencias que constatan para aquellas cooperativas que han reclasificado sus aportaciones a pasivo. Arenaza (2009) llega a conclusiones parecidas en aplicación de estudios similares utilizando exclusivamente cooperativas de MONDRAGON²⁵.

Polo (2014) a través de una investigación cualitativa en la que entrevista a un panel de expertos de diferentes campos relacionados con el mundo cooperativo, llega a la conclusión de que la reclasificación de las aportaciones de las personas socias a pasivos puede dificultar el acceso a la financiación de este tipo de sociedades. Sin embargo, las personas entrevistadas de entidades financieras y aseguradoras afirman que, aunque utilizan la información de los estados financieros como input, en el proceso de decisión también intervienen otros aspectos como la relación bancaria, es decir, que emplean su conocimiento y cercanía a las cooperativas para adaptar las calificaciones crediticias o ratings obtenidos, considerando, además, otros aspectos como la existencia de reservas voluntarias u otras aportaciones de las personas socias.

Aun así, Beaubien (2011) menciona que si bien el mantenimiento de las aportaciones en la tipología como las contempladas en el art. 60.1 a) es una alternativa que no altera las características fundamentales de las aportaciones, empuja a las cooperativas por una vía que no deberían recorrer, por los posibles efectos de la no reclasificación comentados anteriormente en, entre otros, Polo & Gallego (2006) y Vargas (2007). Por ello, Polo (2014) considera que la NIC 32 y la CINIIF 2 no son una solución adecuada para las cooperativas, dejando entrever que los emisores de estas normas no comprenden el mundo cooperativo. Desde la publicación de estas normas internacionales, y a raíz del desarrollo de los mercados financieros, se han emitido nuevas propuestas para clasificar los instrumentos financieros, publicados por el IASB, la FASB (Financial Accounting Standards Board) o el EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group) como recoge Bastida (2013). Maglio, Agliata & Tuccillo (2017) comentan que estos criterios de distinción entre patrimonio neto y pasivo son particularmente complejas para las cooperativas y por ello, proponen que estas entidades posean un conjunto separado de principios de clasificación de instrumentos financieros con el fin de representar de manera más fiel su situación financiera y patrimonial. Como consecuencia de todo lo anterior, en junio de 2018 el IASB emite un documento de discusión denominado Instrumentos financieros con características de patrimonio (IASB, 2018) en el cual explica las razones por las cuales procede a la publicación de este documento y determina el enfoque preferente del IASB para la materia objeto de discusión. A febrero de 2022 esta entidad sigue explorando la posibilidad de realizar modificaciones aclaratorias sobre la NIC 32, considerando los comentarios recibidos respecto del documento de discusión.

²⁵ Existen otros estudios con cooperativas de otras áreas geográficas, como son Marí Vidal (2006) en Valencia, Polo (2010) en la Región de Murcia y Bastida & Amat Salas (2014) en Cataluña, los cuales comentan resultados muy similares a los comentados.

En este apartado se ha repasado la clasificación contable de la estructura financiera de la CTA; aspecto muy a tener en cuenta en las decisiones de estructura financiera. Según se ha analizado, se puede encontrar un mismo instrumento financiero clasificado como fondos propios o ajenos en función de cierta característica diferenciadora como es el de la posibilidad del rehusar incondicionalmente que posee la sociedad, conjuntamente con la obligación contractual de retribuir obligatoriamente el instrumento financiero. Por ello, al comentar aspectos relativos a las aportaciones al capital de las personas socias será necesario determinar si estos son correspondientes al artículo 60.1 letra b) y, por tanto, fondo propio, o, de la letra a) y, en consecuencia, considerarlo un instrumento de pasivo.

A continuación, y para completar el estudio normativo de este tipo de sociedades, se presenta el análisis del marco fiscal de las sociedades cooperativas en general y de las CTA en particular, dado que la regulación fiscal también difiere en ciertos aspectos importantes en lo relativo a este tipo de sociedad.

4. El marco fiscal de la sociedad cooperativa de trabajo asociado

Las cooperativas cumplen una función social muy importante y así se lo reconocen los poderes públicos al otorgarle una especial protección y promoción; apoyo refrendado por el artículo 129.2 de la Constitución española. En este sentido, aunque se omita cualquier referencia en materia tributaria, Alguacil (2011) entiende que el fundamento jurídico de esa protección fiscal puede encontrarse en otros dos aspectos: (1) cuando se señala que el reparto de la carga tributaria ha de ser justa y coherente con la propia realidad económica del sujeto gravado, y (2) por el papel que estas entidades juegan en la consecución de objetivos de política social y económica como el pleno empleo, acceso a vivienda digna o la redistribución de la riqueza.

No existen dudas de que estas sociedades deban estar sometidas al sistema tributario general como cualquier otra persona jurídica. Sin embargo, sus características particulares justifican que estas entidades dispongan de un régimen tributario específico. Por otro lado, los territorios históricos de Euskadi hacen uso de sus competencias normativas en la materia y han aprobado legislación propia, tomando como referencia la de las sociedades capitalistas, en el mismo sentido en el que lo hace la normativa estatal²⁶.

Este régimen fiscal específico contiene reglas de adecuación aplicables a estas sociedades distinguiendo, en todo caso, las cooperativas fiscalmente protegidas de las no protegidas.

²⁶Dado que la legislación tributaria está sometida a cambios más o menos profundos que se van produciendo con el transcurso del tiempo, a continuación, se reflejan aquellas normas fiscales aplicables a las cooperativas que están en vigor a la fecha de publicación del presente texto, si bien, algunas de las Normas Forales han sido modificadas puntualmente por disposiciones promulgadas con posterioridad a su fecha de publicación:

Ley 20/1990 sobre Régimen Fiscal de Cooperativas, ámbito estatal.

Norma Foral 16/1997, sobre Régimen fiscal de las cooperativas del Territorio Histórico de Araba.

Norma Foral 6/2018, sobre Régimen fiscal de cooperativas del Territorio Histórico de Bizkaia.

Norma Foral 2/1997, sobre Régimen fiscal de las cooperativas del Territorio Histórico de Gipuzkoa.

Sin embargo, también contiene una serie de beneficios fiscales para aquellas sociedades cooperativas que cumplan con determinados requisitos, estableciendo distintos grados de protección; a saber, protegidas y especialmente protegidas. En este sentido, la legislación establece que son sociedades cooperativas protegidas aquellas que, sea cual fuere la fecha de su constitución, se ajusten a los principios y disposiciones de la ley de cooperativas correspondiente y no incurran en ninguna de las causas de pérdida de la condición de cooperativas protegidas. Adicionalmente, de las fiscalmente protegidas se considerarán cooperativas especialmente protegidas las de primer grado de las clases siguientes: cooperativas de trabajo asociado, agrarias, de explotación comunitaria, de consumo, de enseñanza y de vivienda²⁷.

Por tanto, toda cooperativa cuenta con protección fiscal desde su nacimiento y sin que tengan que realizar ningún tipo de trámite. Sin embargo, la norma fiscal incorpora supuestos y causas para la pérdida de dicha condición en el desarrollo de su actividad económica, la mayoría de ellas relativas a incumplir los mandatos de la ley de cooperativas como, entre otros, no dotar los fondos de reserva correspondientes, dedicar los resultados a otros destinos no contemplados en la ley o relativos a límites de aportaciones al capital o participación de la cooperativa en otras entidades no cooperativas (Artículo 12 NFG 2/1997). Por ello, las cooperativas no protegidas no son una categoría concreta y, en este sentido, deben emplear las normas tributarias generales de aplicación al resto de sociedades mercantiles, privadas de este régimen especial.

Como se ha adelantado anteriormente la investigación se centrará en cooperativas de trabajo asociado (CTA) y cabe mencionar que la norma estipula requisitos concretos para que este tipo de sociedad sea especialmente protegida. En concreto, serán especialmente protegidas si asocian principalmente a personas físicas que presten su trabajo al objeto de producir bienes y servicios para terceros, si el importe medio de sus retribuciones no excede del 200 por 100 de la media de retribuciones normales del sector de actividad al que pertenezcan y si cumple con la proporción de horas realizadas por trabajadores por cuenta ajena contemplado en la LCE.

Existen, además, otras medidas de ajuste de las normas tributarias de general aplicación a las especificidades de las sociedades cooperativas, independientemente de ser o no protegidas, dado que se refieren a aspectos fiscales aplicables a toda sociedad que se constituya con la forma jurídica de cooperativa. La mayoría de estas medidas de ajuste, así como los beneficios tributarios, tiene relación con el Impuesto sobre Sociedades (IS en adelante). En este sentido, se puede destacar que cualquier tipo de cooperativa puede considerar como gastos deducibles en la determinación de la base imponible del impuesto las entregas de bienes o prestación de servicios por parte de las personas socias, la dotación al fondo de reserva obligatorio (el 50 por 100), la cantidad destinada al COFIP (la contribución obligatoria para la educación y promoción cooperativa y otros fines de interés público), los intereses de las aportaciones a capital social²⁸ y las cantidades que destinen a las instituciones de cooperación intercooperativa. En cambio, la norma aclara que las operaciones realizadas con sus personas socias no tendrán consideración de operaciones vinculadas ni que los retornos cooperativos puedan considerarse como gastos deducibles.

²⁷ Se excluye directamente de esta protección a las cooperativas mixtas y para las de segundo o ulterior grado, se atenderá a la protección de sus integrantes.

²⁸ Serán deducibles los intereses de las aportaciones, obligatorias o voluntarias, siempre que el tipo de interés no exceda del legal del dinero, incrementado en dos puntos.

Así mismo, las cooperativas consideradas meramente como protegidas, además de las medidas de ajuste que se acaban de mencionar para todo tipo y clase de cooperativas, podrán aplicar la libertad de amortización en los elementos del activo no corriente nuevos amortizables, gravar las bases imponibles con un tipo reducido del 20 por 100 (o del 18 por 100 aquellas consideradas como micro o pequeñas empresas por la norma del impuesto) y considerar una tributación mínima como cuota efectiva del 9 por 100 de la base imponible (8 por 100 si son de reducida dimensión) ó 7 por 100 si la cooperativa mantiene o incrementa su promedio de plantilla laboral con carácter indefinido respecto al ejercicio anterior (6 por 100 en micro y pequeñas empresas). La regulación tributaria reconoce un beneficio adicional a las cooperativas especialmente protegidas al establecer una bonificación del 50 por 100 de su cuota íntegra.

Por otro lado, las sociedades cooperativas cuentan con otra serie de medidas para las cooperativas protegidas como exenciones en el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados de actos, contratos y operaciones como la constitución, ampliaciones de capital, préstamos, fusiones, escisiones, etc. o bonificaciones en el Impuesto de Actividades Económicas y en el Impuesto sobre Bienes Inmuebles si los municipios donde ostenten la residencia fiscal los aprueban.

Por último, las normas forales sobre el régimen de cooperativas recogen ciertas disposiciones sobre las rentas generadas relativas a los flujos económico-financieros entre la sociedad y la persona socia, así como sobre sus correspondientes retenciones y pagos a cuenta. Sin embargo, las especiales circunstancias de estas sociedades hacen necesario aclarar los siguientes aspectos:

- ❖ Los anticipos laborales que perciben las personas socias trabajadoras, aunque conceptualmente son rentas de actividades económicas, tributarán como rendimientos de trabajo personal, siempre que la cuantía no sea superior a las retribuciones normales de la zona para el sector y la cooperativa estará obligada a practicar las retenciones oportunas igual que a cualquier otro asalariado.
- ❖ Los intereses de las aportaciones son rentas de capital mobiliario como cesión a terceros de capitales propios y la cooperativa tiene la obligación de retener el importe establecido por las normas que lo regulan.
- ❖ El retorno cooperativo se asimilará al dividendo y del importe devengado se considerará rendimiento de capital mobiliario el importe efectivamente abonado, al cual se le aplicará la correspondiente retención. Sin embargo, con los retornos capitalizados (bien como aportación al capital o a fondos obligatorios) existe la posibilidad de esperar a practicar la retención al momento de su abono a la persona socia, en cuyo caso podrá *netear* los importes que se han añadido con los extornos que se hayan podido producir en ese periodo de tiempo. Estos rendimientos tributarán como ganancias o pérdidas patrimoniales en el momento en el que perciban las personas socias los capitales que les corresponda debido al reembolso o a la transmisión.

Una vez estudiado el contexto regulatorio de las cooperativas de trabajo asociado desde una perspectiva legal, contable y fiscal, la investigación se encuentra en posición de abordar el análisis pormenorizado de los instrumentos financieros específicos que dispone una cooperativa de trabajo asociado para financiar su actividad empresarial.

5. La financiación en la sociedad cooperativa de trabajo asociado

Se dedica este apartado a analizar los instrumentos financieros específicos de las CTA, en el contexto de sociedad personalista y con los condicionantes comentados en apartados anteriores. Para ello, se introduce una visión financiera al régimen económico en cuanto a características, empleo y comparación con instrumentos análogos de las sociedades mercantiles. De esta forma, se alcanza un conocimiento completo y profundo de las posibilidades que la legislación proporciona a este tipo de entidad para cubrir las necesidades financieras que requiera su objeto social.

En este sentido, toda cooperativa de trabajo asociado que realice una actividad empresarial necesita invertir en diferentes activos, es decir, en bienes y derechos consecuencia de sucesos pasados y de los que se espera que, en el futuro, obtenga un beneficio económico. Estas inversiones generalmente se realizan a largo plazo e incluyen tanto activos materiales como intangibles, dando lugar a la estructura económica de la sociedad. Como consecuencia de dichas inversiones, la CTA necesita captar recursos financieros con los cuales financiar el conjunto de dichas inversiones, ya sea utilizando fuentes internas como externas a la cooperativa²⁹.

Vara (1985) afirma que las oportunidades de mantenerse en el tiempo y en el mercado para una cooperativa están determinadas, en gran parte, por las posibilidades de captación de los recursos financieros para hacer frente a las alternativas de inversión, y con ello, disponer de los medios que permiten el funcionamiento de la empresa. En este sentido, las empresas deben decidir cómo financiar sus inversiones entre todas las opciones existentes y para las CTA la obtención de suficiente volumen de financiación ha supuesto, tradicionalmente, un problema, como se observa a continuación.

Habitualmente, en el proceso de constitución de una CTA las personas socias promotoras realizan una aportación obligatoria, establecida para el acceso a la condición de persona socia, quedando constancia de ello en escritura pública (Senent & Fajardo, 2016). Estas aportaciones se integran en el capital social de la cooperativa y deberán igualar o rebasar la cuantía mínima establecida por ley que, en este momento, asciende a tres mil euros (Art. 4 LCE). Además, para su consitución se exige que se halle íntegramente desembolsada.

Sin embargo, en el desarrollo de su objeto social las cooperativas de trabajo asociado suelen incrementar su patrimonio neto como consecuencia de la retención de recursos generados internamente. En el caso de emplear únicamente este tipo de instrumentos financieros para financiar los activos de la empresa, todos los flujos de caja producidos por estos pertenecerán al colectivo de las personas socias. En la mayoría de casos estos fondos no suelen ser suficientes y por ello, las CTA también acuden a fuentes externas para financiar la totalidad de sus necesidades y, en algún caso, a la emisión de títulos

²⁹ La financiación consiste en la obtención de medios económicos necesarios para hacer frente a los gastos e inversiones de la empresa, mientras que las fuentes de financiación son cada una de las vías que tiene una empresa a su disposición para captar dichos fondos.

considerados como instrumentos de patrimonio neto. Por tanto, en estas situaciones la cooperativa se compromete a separar los flujos de caja producidos por los activos en dos corrientes: una corriente relativamente segura que va a las personas acreedoras y otra más arriesgada, por ser subsidiaria de la anterior, que se reinvierte en la sociedad o se reparte entre sus personas socias y, si se diera el caso, entre los titulares de financiación subordinada.

En este sentido, muchos autores han planteado la problemática financiera de las cooperativas, e incluso, de las CTA en particular (Aranzadi, 1976; Larrañaga, 1985; Vara, 1985; Morales, 1993; Vargas, 1995; Salaberría, 1995). Según estos autores, hasta la aprobación de la Ley de Cooperativas de Euskadi de 1993, la captación de recursos fue una dificultad proverbial que adolecía la cooperativa, reconocido como mal endémico y una clara desventaja frente a otras figuras mercantiles. Señalan, principalmente, dos motivos: (1) recursos insuficientes del conjunto de las personas socias derivado de la pequeña capacidad de ahorro y limitaciones, y (2) dificultades de acceder al mercado de capitales. Por ello, según Salaberría (1995) la LCE de 1993 supuso un hito muy importante al allanar algún camino que facilitara el acceso de las cooperativas a otras fuentes de financiación. En concreto, se estableció un marco de actuación que posibilitó a las cooperativas contar con una adecuada financiación propia, para lo cual se mejoró el tratamiento del capital social y, por otro lado, se flexibilizó y amplió el marco de colaboración e integración societaria de terceros en la cooperativa, dando entrada, además, a nuevas fórmulas de financiación.

Sin embargo, autores como Fernández (2002), Gómez & Miranda (2006) o Alzola (2009) siguen poniendo de manifiesto las dificultades de las sociedades cooperativas en la captación de recursos financieros y de formación de recursos propios, principalmente por ser entidades que carecen de estímulos suficientes para atraer recursos tanto de entre sus propios miembros como de terceros.

Aunque esta ley ha sido modificada varias veces para una correcta adecuación legislativa, la Ley 11/2019, de 20 de diciembre, de Cooperativas de Euskadi ha supuesto una modernización en multitud de aspectos, sin perder la esencia de las sociedades cooperativas. A través de esta modificación han procurado la profesionalización de los órganos de gestión, agilizando la toma de decisiones, y el refuerzo de los recursos financieros a la par que se potencia la intercooperación; todo ello, según la exposición de motivos de la LCE de 2019, con la finalidad de garantizar la competencia empresarial con idénticas posibilidades, conservando la identidad cooperativa, impulsando su responsabilidad social y garantizando su funcionamiento democrático. Por tanto, se puede concluir que la problemática financiera sigue siendo un aspecto no resuelto en las cooperativas, si bien las causas de dicha problemática han variado sustancialmente, como se verá en capítulos posteriores.

Bastida (2012) comenta que la sociedad cooperativa debe su estructura financiera específica a su particular régimen económico-financiero y a su diferente funcionamiento en relación al resto de sociedades mercantiles. De hecho, García-Gutiérrez (1999) alega que la participación forzosa de la persona socia en los distintos flujos financieros, reales y de información y decisión es una característica esencial de la sociedad cooperativa.

Por su parte, tal y como explica Vara (1985), debido a su carácter empresarial las cooperativas deben utilizar en sus relaciones externas los instrumentos que les permitan alcanzar una posición que les ayuden a enfrentarse a los problemas derivados de su actividad económica, pero que en su organización interna mantengan la esencia de una forma societaria de tipo personalista. Esta dualidad en sus relaciones impone un difícil equilibrio económico-social entre el respeto al espíritu cooperativo (manifestado en la aplicación de los principios cooperativos) y la adaptación de este tipo empresarial al mercado en el que compite. Según Alzola & Villafáñez (2016) en esa pugna casi siempre la esencia cooperativa ha perdido a favor de la eficiencia económica. A lo largo de los años ha habido una tendencia liberalizadora al objeto de mejorar la situación económico-financiera de estas sociedades y así compensar su estricto marco legal, sus importantes cargas sociales y parafiscales y las dificultades que disponen para la atracción de capital. Así, el régimen económico resultante cuenta con los mecanismos para que las CTA puedan alcanzar y mantener una posición competitiva sólida, a través de una buena financiación, configurada por fondos propios y ajenos.

Antes de abordar quién y cómo toman este tipo de decisiones financieras de y entre las alternativas existentes, procede profundizar en el análisis de las fuentes de financiación de estas sociedades. Como se ha visto, la línea que distingue los instrumentos financieros que constituyen los fondos propios de los fondos ajenos en una cooperativa es muy delgada, al tratarse varios de ellos de instrumentos híbridos con características de propios y ajenos.

A continuación, se presenta el estudio de dichos instrumentos financieros y sus especificidades partiendo del capital social y las aportaciones de las personas socias (que pueden ser fondos propios o ajenos) y posteriormente se exponen otros instrumentos considerados como fondos propios para, finalmente, estudiar aquellos otros instrumentos que pueden clasificarse como fondos ajenos de la CTA.

5.1. Las aportaciones de la persona socia a capital social en la cooperativa de trabajo asociado

Según Pastor (2002), la concepción legal y formal del capital social, con carácter general, es la cifra de retención del valor patrimonial que representa la garantía básica y mínima de las personas acreedoras sociales, por lo que en las distintas legislaciones suele determinarse su cuantía inicial y su permanencia³⁰.

El capital social suele cumplir con tres funciones básicas en una sociedad (Fajardo, 2016a):

- La función instrumental o de organización corporativa, en cuanto que supone una referencia para determinar la posición jurídica de la persona socia en la sociedad.

³⁰ Efectivamente, la doctrina distingue los principios informadores del capital de las sociedades que justifican la limitación de la responsabilidad de las personas socias y que se corresponden con las notas de determinación, estabilidad, permanencia e integridad, además de los principios de suscripción íntegra y desembolso mínimo inicial, principio de correspondencia efectiva y el principio de capital mínimo exigible. En este sentido puede consultarse el trabajo de Martín & Olmedo (2013).

- La función de garantía, como elemento patrimonial de retención que aparece en el balance de la sociedad.
- La función empresarial de explotación, en tanto que es necesario como fondo para poder iniciar y mantener la actividad económica contenida en el objeto social.

Sin embargo, Martín & Olmedo (2013) cuestionan que el capital social cooperativo cumpla estas tres funciones, o no al menos en toda su extensión. Al capital social no se le puede atribuir una importancia relevante como fuente de financiación que sostenga la actividad del objeto social ni, debido a su variabilidad, de garantía frente a los y las acreedoras sociales. Tampoco constituye un indicador efectivo como medio para la organización debido a que el porcentaje de participación de la persona socia en el capital no es determinante en la concesión de derechos sociales y, en especial, el de voto. En definitiva, y como dice Celaya (1992), las aportaciones de las personas socias tienen un carácter instrumental en la sociedad e incluso, conceptualmente, no necesarias para su propia existencia.

En este sentido, actualmente, si la cooperativa cuenta con aportaciones a capital contempladas en el art. 60.1 a), aquellas que mantienen el derecho al reembolso incondicional, se clasificarán en el pasivo de la sociedad, junto con el resto de instrumentos financieros de naturaleza exigible y puede seguir funcionando con total normalidad. Por otro lado, tampoco sirve en la determinación de algunos derechos económicos como el retorno, que se distribuye en función de la participación en la actividad cooperativizada, aunque sí se tiene en cuenta el importe de la aportación en el devengo del interés y en las actualizaciones de las mismas. Además, Alzola & Villafañez (2016) añaden que tampoco genera un derecho sobre el patrimonio neto de la cooperativa, de forma que, cuando una persona socia produce baja por abandono o disolución de la sociedad el patrimonio común irrepartible permanece inalterable al poder exigir exclusivamente el reembolso de las aportaciones realizadas al capital. En cambio, el capital social mínimo sí puede cumplir, en cierto modo, con dichas funciones en una cooperativa de trabajo asociado, por lo que este importe debe fijarse necesariamente en los estatutos de la CTA.

Por otro lado, Trujillo (2000a) defiende que la admisión de la persona socia debe depender de la capacidad laboral del cooperativista en vez de en la disposición de realizar la aportación obligatoria a capital. Sin embargo, todas las leyes cooperativas imponen tal compromiso para obtener la condición de persona socia en la CTA, aunque se trata de un mero requisito legal. No obstante, también es considerada importante en tanto en cuanto dicha aportación fomenta el compromiso del colectivo de personas socias para con la actividad que acometen (Vara, 1985).

En una cooperativa de trabajo asociado existen distintos tipos de aportaciones, a los cuales pueden clasificarse en base a múltiples criterios. Torrez (2011) emplea los siguientes:

- Según la obligatoriedad, aportaciones obligatorias y voluntarias.
- Según el momento de realización, aportaciones iniciales o fundacionales, de nuevo ingreso y sucesivas o sobrevenidas³¹.

³¹ Las primeras, son aquellas realizadas en el momento de la constitución de la cooperativa y las de nuevo ingreso, las realizadas por personas para alcanzar la condición de socio. Sin embargo, las sucesivas o sobrevenidas se refieren a la aprobación de aportaciones adicionales que afectan al conjunto de socios.

- Según el contenido de la entrega, aportaciones dinerarias y no dinerarias.
- Según la clase de socio, aportaciones de personas socias trabajadoras, personas socias inactivas y personas socias colaboradoras.
- Según la temporalidad de la condición de socio, aportaciones de socios de duración determinada y de socios de duración indefinida.
- Según la regulación del derecho al reembolso, aportaciones con derecho al reembolso y aportaciones cuyo reembolso puede ser rehusado.

Sean de un tipo u otro, todas ellas mantienen características propias de sociedades personalistas que las diferencian de los títulos de participación en el patrimonio neto de otras sociedades mercantiles de corte capitalista, como se observa en la siguiente Tabla 2.

Tabla 2. El capital social en sociedades capitalistas y sociedades cooperativas

	SOCIEDADES CAPITALISTAS	SOCIEDADES COOPERATIVAS
Finalidad	Para el titular, es un medio para obtener un lucro económico.	Medio para la obtención de la condición de persona socia.
Formalización	Tendrán la consideración de títulos valores y podrán estar representados por medio de títulos o anotaciones en cuenta. En consecuencia, podrán ser negociados en un mercado secundario.	No tendrán la consideración de títulos valores y se acreditarán mediante títulos nominativos o mediante libretas o cartillas de participación. En consecuencia, no podrán ser negociadas en un mercado secundario.
Retribución facultativa	Dividendo en función del capital aportado siempre que existan beneficios o reservas de libre disposición y, en su caso, una vez dotada la reserva legal.	Interés de la aportación, limitado al interés legal del dinero + 6 puntos, en función del capital aportado, condicionado a la existencia de resultados netos o reservas de libre disposición ³² . Retorno por la participación de la persona socia en la actividad cooperativizada.
Transmisibilidad	Las acciones son, en principio, libremente transmisibles; incluso en un mercado organizado.	La transmisión de las aportaciones puede realizarse por actos inter vivos o mortis causa ³³ , siempre que el adquirente adquiera la condición de persona socia. Al carecer de la consideración de título-valor, las aportaciones no pueden ser negociadas en un mercado organizado.
Reembolso o amortización	Únicamente en la liquidación de la sociedad.	Las aportaciones al capital social se reembolsan a las personas socias que

³² Vargas & Aguilar (2006) consideran que dichas limitaciones hacen a los intereses de las aportaciones diferentes de la retribución de la financiación ajena, al considerarla una figura que tiene notas propias de una aportación de riesgo.

³³ Lo que se transfiere es la aportación a capital, no la condición societaria; por lo que la persona heredera deberá solicitar la admisión como tal y deberán concurrir las condiciones legales para que ello se produzca. En caso de que no se produzca la admisión, podrá solicitar la liquidación de la aportación en las condiciones y plazos establecidos para el reembolso de las aportaciones.

	SOCIEDADES CAPITALISTAS	SOCIEDADES COOPERATIVAS
	Reducción de capital y operaciones análogas.	causan baja de la cooperativa. Este derecho de reembolso: 1.- Puede ser incondicional 2.- Su efectividad depende del cumplimiento de determinados requisitos y condiciones.
Atribución del poder de decisión	A excepción de las acciones sin derecho de voto, las acciones atribuyen a las personas socias el derecho de asistir y votar en la Junta General. El número de votos depende del valor nominal de las acciones.	Todas las personas socias tienen derecho de asistir y de votar en la asamblea general. Sin embargo, todo miembro ostentará un voto con independencia de su participación en el capital social.
Asunción de riesgo	La sociedad puede decidir la reducción del capital social para cubrir las pérdidas del ejercicio. Las pérdidas serán imputadas a cada socio en función del valor nominal de sus acciones.	La sociedad puede imputar al socio las pérdidas del ejercicio. Dicha imputación se realizará tomando en cuenta la participación de la persona socia en la actividad cooperativizada.

Fuente: Elaboración propia

Algunos autores, como Cubedo & Cerdá (1997) consideran a las cooperativas como entidades de capital variable que, en virtud del principio de libre adhesión y el de baja voluntaria de las personas socias, tendrán en la cuenta de capital una mayor movilidad que en las sociedades capitalistas, donde la transferencia del título de propiedad es más habitual a la reducción de capital. Alzola & Villáñez (2016) comentan que de otra manera, el principio de puerta abierta no se haría efectivo si para el ingreso de una persona socia en una cooperativa resultase necesario, bien que otra le transmita su condición mediante la venta de su participación en el capital social, bien que la sociedad realice una ampliación de capital y el resto de los miembros renuncien a su derecho de suscripción preferente, como sucede en las sociedades capitalistas.

También resulta característico de las cooperativas de trabajo asociado las operaciones de ampliación de capital vía aportaciones obligatorias de las personas socias. Tal y como plantea Alzola (2009) en las cooperativas se admite primero a la persona socia y, posteriormente, la asamblea general acuerda el aumento de capital, mientras que en otros tipos de sociedad como la anónima ocurre el proceso de forma inversa, permitiendo la entrada en capital de nuevos socios una vez que algún o algunos accionistas actuales no ejerciten sus derechos de suscripción preferente. Por otro lado, en las CTA sólo se aprueban aportaciones adicionales si hay consentimiento, porque la persona socia disconforme tiene derecho a darse de baja.

Hay otras fórmulas de aportación que terminan por fundirse en el capital social de la cooperativa y que Salaberría (1995) denomina otras modalidades de aportación obligatoria. Estas consisten en la capitalización de retornos, intereses o anticipos, en parte o en su totalidad, y que, en vez de distribuirse en efectivo entre las personas socias, van a incrementar sus respectivas aportaciones. Otra posibilidad de aportación obligatoria a capital que no supone un desembolso externo de las personas socias es la de destinar las

plusvalías resultantes de las regularizaciones de balances a la actualización de las aportaciones mediante el incremento directo de su valor³⁴.

En consecuencia, se puede afirmar que en la estructura financiera de una cooperativa de trabajo asociado se encuentra un capital social formado por aportaciones de personas socias trabajadoras, colaboradoras e inactivas o no usuarias, materializadas mediante diferentes fórmulas y que, según las características que revistan, pueden ser clasificadas en instrumentos financieros de fondos propios o fondos ajenos. En concreto, tal y como se avanza en el apartado relativo al marco contable, para clasificar como fondos propios a las aportaciones de las personas socias, sean de la clase que sean, deben incorporar la posibilidad por parte del consejo rector o la asamblea de poder rehusar incondicionalmente el reembolso en caso de baja, siempre que no conlleve una remuneración obligatoria a la persona socia y que el retorno también sea discrecional. En este sentido, las aportaciones de personas socias de duración determinada, las cuales pueden ser de diferente cuantía, se deben clasificar en el pasivo del balance hasta la baja de la persona socia o su conversión en persona socia de duración indefinida, en cuyo caso si corresponden a aportaciones del art. 60.1 b) y su retribución no sea obligatoria, podrán pasar a formar parte del patrimonio neto de la sociedad.

5.1.1. Perspectiva financiera de las aportaciones a capital de las personas socias

Desde una perspectiva financiera Gómez & Miranda (2006) calificar al capital social cooperativo como un recurso peculiar que, si bien puede ser exigible en la baja de la persona socia, generalmente es un fondo relativamente estable en las CTA. Sin embargo, no es un recurso concebido por causas de financiación como en otras sociedades mercantiles, principalmente por los motivos ya comentados:

- El capital social en las sociedades cooperativas es un medio necesario para que la cooperativa desarrolle su objeto social (Torres, 2011).
- La aportación obligatoria a capital no atiende criterios financieros, sino que responde a un requerimiento para obtener o mantener la cualidad de persona socia. De hecho, como comentan Tord & Amat (1981), es el hecho de aportar el que otorga tal condición, desapareciendo la obligación si se pierde dicha consideración.

Si bien los fondos del capital social son totalmente necesarios al cumplir con la función de explotación, las aportaciones obligatorias, sean iniciales o de nuevo ingreso, se desembolsan al otorgarse la condición de persona socia y, por tanto, no se realizan cuando existan (o no sólo) necesidades financieras en la cooperativa. No ocurre lo mismo con las aportaciones de las personas socias colaborativas e inactivas, ni con las aportaciones obligatorias sucesivas o las aportaciones voluntarias, en las que el motivo subyacente es

³⁴ El objetivo de la regularización de balances no es otro que la revisión de la valoración de lo que en su día se aportó a la cooperativa, generando dicho proceso plusvalías a favor de la persona socia. El artículo 64 LCE establece que podrá destinarse, en uno o más ejercicios, a la actualización del capital o al incremento de reservas en la proporción que la sociedad estime oportuna, una vez compensadas, si existen, las pérdidas de ejercicios anteriores. No obstante, es una operación que únicamente puede realizarse si una Ley estatal les habilita para tal fin, en los mismos términos que las demás sociedades mercantiles. La última Ley de actualización de balances data del año 2012, aprobada por la Ley 16/2012, de 27 de diciembre.

la captación de recursos por parte de la cooperativa, imperando una justificación eminentemente financiera.

Así, la mayor flexibilización para que las personas socias decidan la composición del capital de la sociedad y sus características viene motivado por la posible infracapitalización de la misma. En este sentido, Vicent (1998) expone que, en general, el importe del capital social suele ser escaso frente al volumen económico de las operaciones cooperativizadas por la empresa por cuenta y riesgo de las personas socias. Esta situación se produce cuando los fondos del capital social son insuficientes o desproporcionados para llevar a cabo su objeto social, derivando conflictos en el alcance de la responsabilidad de las personas socias respecto a las deudas sociales. Por ello, Gadea (2003) le confiere gran importancia al establecimiento de la aportación mínima para adquirir la condición de persona socia, ya que esta cuantía debe fijarse de tal forma que el conjunto de aportaciones obligatorias constituya una cifra de capital conveniente para la empresa, por lo que, implícitamente, significa que exige una capitalización adecuada en una cooperativa.

Para el cumplimiento de tal fin, la modernización paulatina de la legislación cooperativa ha ido proponiendo distintas alternativas. Ante la imposibilidad de estructurar el capital social de otra manera sin que ello suponga desvirtuar su esencia cooperativa, se ha visto abocada a la flexibilización de los límites que una persona socia -física o jurídica- puede tener en el capital de la cooperativa, a descubrir fórmulas de colaboración empresarial intercooperativa (dando cabida en el límite a la figura de cooperativa mixta³⁵) y a abordar otras fórmulas de financiación como las aportaciones financieras subordinadas, que se estudian en próximos apartados. Según Salaberría (1995) estas medidas han ayudado a emprender actividades que no se podrían iniciar con recursos exclusivamente cooperativos, contribuir a resolver problemas financieros de sus miembros, no sólo coyunturales sino, sobre todo, en situaciones críticas de reestructuración o en procesos de desarrollo y expansión necesitados de importantes recursos.

Por tanto, las disposiciones legislativas tratan de ofrecer instrumentos financieros con los suficientes estímulos económicos y sociales para revertir la dificultad de estas sociedades en el reforzamiento de los fondos propios. Pueden lograr atraer ahorros que integren el capital social a través de aportaciones de naturaleza voluntaria, tanto de personas socias trabajadoras u de otro tipo (colaboradoras o inactivas) las cuales deben aprobarse en asamblea general, en la que también se fijarán las condiciones en cuanto a volumen, plazo, retribución o interés que deben o pueden devengar, dentro de los límites marcados en la legislación cooperativa. En este sentido, un aspecto comentado por Llobregat (1999) es el deber de que estas aportaciones, a diferencia de las obligatorias, estén íntegramente desembolsadas en el momento de la suscripción dada su naturaleza voluntaria, excluyéndose por ello la posibilidad de otorgar facilidades para su abono.

³⁵ Las cooperativas mixtas, según art. 155 LCE, son aquellas sociedades en la que existen personas socias minoritarias cuyo derecho de voto en asamblea general puede determinarse, de modo exclusivo o preferente, en función del capital aportado, el cual está representado por medio de títulos o anotaciones en cuenta y, por tanto, sometidos a la legislación reguladora del mercado de valores. Por otro lado, deben ubicarse en alguna clase legalmente establecidas, pudiendo tomar así la forma de CTA mixta.

Sin embargo, Morillas (2013) dice que más que de una clase de cooperativa se está hablando de nuevos tipos o formas societarias, dado que en la exposición de motivos de la LC dice que coexisten elementos propios de la sociedad cooperativa y de la sociedad mercantil.

Sin embargo, estas modalidades no tan «clásicas», exigen el respeto de ciertos límites de participación en el capital social de una CTA. Así, si se trata de una cooperativa de primer grado la participación de una persona socia no puede exceder de un tercio de su capital social con el conjunto de sus aportaciones, salvo que se trate de sociedades cooperativas o personas socias colaboradoras. Tal como señala Villafáñez (2014), esto supone una ruptura del principio de mutualidad y la función meramente instrumental del capital social de las cooperativas respecto de estas personas socias, por lo que la ley establece unos límites en cuanto a su derecho a voto³⁶. Sin embargo, la Ley de Cooperativas estatal va más allá al limitar en su artículo 14 LC al 45 por 100 la proporción que estas aportaciones pueden suponer respecto al total.

Por otro lado, como señala Vicent (1998) el capital social constituye una cifra de fondos propios comprometidos en el riesgo de la cooperativa frente a terceros, es decir, que todas las aportaciones del conjunto de socios, sean de la clase que sean, son inversiones con riesgo ligados al devenir de la sociedad. En este sentido, como comenta Pastor (2002) los instrumentos financieros como las aportaciones voluntarias no han sido muy empleadas como medio de financiación al no existir excesiva diferencia con la rentabilidad-riesgo que poseen respecto de las aportaciones obligatorias. Como se ha comentado anteriormente en el apartado 2.1, el interés de las aportaciones voluntarias no puede ser superior a las últimas aportaciones voluntarias acordadas y si no hubiera, el de las últimas aportaciones obligatorias, mientras que quedan sujetas al riesgo de la empresa y deben asumir igualmente las pérdidas sociales.

Vargas (1995) comenta que en ocasiones se ha malinterpretado el principio de remuneración limitada del capital en el sentido de que, en su aplicación, las cooperativas no han retribuido las aportaciones o lo han realizado muy por debajo del mercado, lo que ha perjudicado a las cooperativas como consecuencia de la nula o escasa capacidad de atracción de estos recursos financieros adicionales.

También pueden producirse movimientos en sentido contrario, produciéndose el reembolso de las aportaciones por acuerdo de la asamblea de reducción de capital social, por la baja de la persona socia o por la reducción de la actividad cooperativizada (RCE art. 8). La causa más habitual de que el capital social se reduzca es el caso de la liquidación de sus aportaciones a la persona socia que cause baja, produciéndose un cambio en la composición y cuantía del mismo. Esta característica comporta un riesgo de descapitalización de la CTA, tanto mayor si el número de bajas o el importe a reembolsar es relevante y no puedan compensarse por el ingreso de nuevas personas socias. Salaberría (1995) interpreta que es algo habitual en las cooperativas de trabajo asociado, dado que la persona socia que cause baja por jubilación ha podido acumular actualizaciones y capitalizaciones de intereses, retornos o anticipos y que difícilmente se verá compensado con la aportación inicial que deba realizar el nuevo socio de trabajo.

Por tanto, esta variabilidad del capital social cooperativo ha sido considerado como una debilidad por la poca estabilidad financiera que en principio supone para ellas y que puede implicar, tal y como comenta Pastor (2006) perjudicial para la inversión y un riesgo para su

³⁶ En cuanto a las personas socias colaboradoras y personas socias inactivas la ley no limita su participación en el capital, sino la titularidad del número de votos, estableciendo un máximo de un tercio tanto en asamblea como en consejo rector para los primeros y un total de una quinta parte para los segundos, ni superar la mitad de los votos totales la suma de estos colectivos además de los de vínculo de duración determinada.

solvencia; más si cabe considerando, como expone Villafáñez (2014), la relación que suele existir entre una cifra de capital estable y el régimen de responsabilidad de las personas socias. En este sentido, el legislador ha adoptado diversas medidas con el fin de otorgar una mayor estabilidad financiera a la CTA, como la dotación mínima al fondo de reserva obligatorio o la previsión de nuevas fuentes de financiación, como se verá en los siguientes apartados. Por otro lado, por diversas causas como la imputación de pérdidas, la aportación a capital de una persona socia puede quedar reducida a una cuantía inferior al mínimo establecido para mantener la condición de persona socia. En tal caso, la persona socia debe realizar una nueva aportación a capital hasta alcanzar ese mínimo o causar baja en la misma por la pérdida de uno de los requisitos exigidos para ser socio. Esta circunstancia no sólo ocurre en situaciones de patrimonios deteriorados, sino que también puede producirse por reembolso de una aportación de cuantía relevante de un antiguo socio que la entrada de un nuevo socio no puede reponer.

Por otro lado, en situaciones de dificultad económica o desequilibrio financiero las CTA suelen recurrir a otras aportaciones obligatorias, es decir, a la capitalización de interés o anticipos laborales, transformando lo que en principio debieran ser ingresos de libre disposición de la persona socia en capital social (Morales, 1993). No obstante, son componentes que la persona socia recuperará junto con la aportación realizada en el momento que cause baja y, por tanto, si bien son fondos tan estables como la propia aportación obligatoria, terminan saliendo de la cooperativa. Por ello, mediante esta práctica se consigue diferir el pago de estos conceptos hasta la liquidación de las aportaciones en el momento que la persona socia abandone la sociedad y, por tanto, no supone una solución definitiva a los problemas de desequilibrio patrimonial.

Por tanto, una vez analizadas las aportaciones «clásicas» que integran el capital social y que, pueden clasificarse entre los fondos propios de las CTA o dentro de los instrumentos de fondos ajenos, se pasa a estudiar otras fuentes de financiación que integran tanto el patrimonio neto como el pasivo del balance.

5.2. Las cuotas de ingreso y cuotas periódicas en las CTA

Según el artículo 68.1 LCE, los estatutos o, en su caso, la asamblea general, pueden establecer cuotas de ingreso y periódicas, las cuales no integran el capital social. Igual que las aportaciones a capital pueden ser diferentes para los distintos tipos de personas socias, tanto por su naturaleza física o jurídica, como por el uso potencial o su respectivo compromiso con la cooperativa. Por tanto, se trata de la entrega dineraria que efectúa una persona socia en el momento de su ingreso a una cooperativa que ya está en funcionamiento, o en uno posterior, a fondo perdido de su patrimonio social al no ser repartible, ni exigible por las personas socias ni acreedoras de ninguna remuneración. Dichas cuotas suelen estar limitadas en su importe, a fin de no suponer traba alguna en el acceso a la condición de persona socia de la cooperativa. Concretamente el artículo 68.1 LCE establece dicho límite en un 25 por 100 sobre la aportación obligatoria vigente en cada momento.

Si la CTA no solicitara dicha cuota al nuevo integrante, cabe la posibilidad de que participe en la distribución de una parte del patrimonio neto que no ha contribuido a formar y, por tanto, su exigencia se presta a resarcir de alguna manera el esfuerzo que las antiguas

personas socias han realizado desde que fundaron la cooperativa. En este sentido, Alzola (2009) comenta que su explicación es precisamente evitar o, al menos atenuar, el efecto dilución o disminución del coeficiente patrimonio neto/persona socia, dado que es evidente que la aportación de nuevo ingreso no es una parte alícuota del patrimonio neto de la CTA.

Borjabad (1995) justifica su existencia, por un lado, por suponer un incremento, además de mayor permanencia, de unos fondos de carácter no exigibles en la sociedad y, por otro lado, por la compensación del fondo de comercio generado por la sociedad, cuyo valor, posiblemente, no esté incorporado en el patrimonio del mismo. En un sentido similar se pronuncia Villafáñez (2014) al afirmar que las cuotas de ingreso permiten compensar al conjunto de antiguas personas socias en el caso de que el valor real de las aportaciones no se corresponda con su valor nominal, por ejemplo, por la falta de actualización del capital de la cooperativa. Por ello, Valenzuela (2013) asimila su finalidad a la perseguida por las primas de emisión de acciones en una sociedad anónima o al derecho de suscripción preferente cuando el aumento del capital social de aquella se realiza por emisión de nuevas acciones, consiguiendo equilibrar la posición de las personas socias antiguas y las nuevas incorporaciones, otorgando a estos últimos el disfrute actual sobre un patrimonio común en cuya generación sólo han intervenido los primeros. Alzola (2009) comenta que estas figuras no sólo se asemejan en su finalidad, sino también porque ambas suponen la realización de una aportación sin que la persona socia tenga derecho a percibir remuneración alguna y, además, porque en ambos casos se ingresan en el patrimonio de la sociedad en distinto apartado al capital social. En el caso de las CTA la cuota de ingreso se destina al fondo de reserva obligatorio, cuyo carácter es irrepartible y, por tanto, irrecuperable para el aportante, mientras que las primas de emisión se incluyen en una reserva específica, siendo ésta repartible entre la totalidad de sus partícipes.

Por los motivos expuestos, es habitual encontrarse ante CTA que exijan cuotas de entrada a los candidatos a ingresar. No así las cuotas periódicas, las cuales no son tan frecuentes. Salaberría (1995) las diferencia de las cuotas de ingreso únicamente por el momento y la representatividad de su realización. Alzola & Villafáñez (2016) añaden que, a pesar de que la ley no establece ningún límite a las mismas, tampoco suelen representar una fuente importante de financiación, debido a que, normalmente, cuando las empresas necesitan conseguir recursos suelen recurrir a otras fórmulas de financiación.

Por otro lado, las NACC establecen que dichas cuotas de ingreso y las periódicas formen parte de los fondos propios de la cooperativa, siempre que no constituyan una contraprestación o retribución de los bienes o servicios prestados por la cooperativa a sus personas socias. El destino de estas cuotas es diferente en función del objeto por el cual se realizan. Así, las NACC distinguen:

- a) Cuotas de ingreso de nuevas personas socias, las cuales deben figurar en el fondo de reserva obligatorio.
- b) Las aportaciones o cuotas que se exijan con la finalidad de compensar total o parcialmente las pérdidas de la cooperativa, que se recogerán en la partida "Otras aportaciones de socios".
- c) Aportaciones o cuotas destinadas directamente a incrementar los fondos de reserva de la cooperativa, figurando en el fondo de reserva correspondiente.

5.3. Los fondos de reserva específicos en la cooperativa de trabajo asociado

Los fondos de reserva se caracterizan por ser resultados obtenidos por la sociedad que no se han distribuido entre las personas propietarias y que se acumulan en su patrimonio neto. En las cooperativas, existen dos tipologías de fondos de reserva: los fondos de reserva obligatorios - en adelante, FRO - y los fondos de reserva voluntarios - en adelante, FRV -³⁷. A continuación, se determinan los aspectos más relevantes de estas figuras en el contexto de la CTA, comenzando por aquellos cuya dotación es obligatoria.

5.3.1. Fondos de reserva obligatorios

El FRO es un fondo destinado a la consolidación, desarrollo y garantía de la cooperativa debido a su carácter irrepartible. Por tanto, es el fondo cuya finalidad es el fortalecimiento patrimonial de la sociedad, más si cabe en una entidad de capital variable como la sociedad cooperativa, al otorgar solidez y estabilidad a estas entidades. En este sentido Llobregat (1990) los califica como uno de los componentes más importantes de la estructura financiera, al constituir una fuente de financiación propia que por su estabilidad, sirve de soporte a la conservación y desarrollo del objeto social de la cooperativa.

Además, constituye una reserva irrepartible entre las personas socias tanto durante la vida de la cooperativa como, con carácter general, en el supuesto de disolución de la misma, con las excepciones recogidas por Gadea (2003)³⁸ y en los casos de determinadas legislaciones cooperativas autonómicas que incluyen la posibilidad de una repartibilidad parcial del mismo³⁹.

Alzola & Villafáñez (2016) justifican su carácter irrepartible, entre otros motivos, por el cumplimiento de la función empresarial y la función de garantía que realizan (en el mismo sentido que el capital social mínimo), como contraprestación a la legislación privilegiada que gozan las cooperativas (protección fiscal, promoción pública, etc.) y por su contribución a la aplicación de los valores y principios cooperativos. Por todo ello, varios autores le atribuyen una connotación solidaria de las personas socias actuales, tanto en favor del colectivo de personas socias futuras como con el movimiento cooperativo en general (García-Gutiérrez, 1986; Pastor, 2002; Prieto, 2002).

³⁷ El fondo de educación y promoción cooperativa, aunque tradicionalmente se la ha considerado como un fondo obligatorio de la cooperativa junto con los fondos de reserva, en realidad alude a una dotación más cercana conceptualmente a una provisión que a una reserva, pero en ningún caso formará parte de los fondos propios de la entidad. Es por ello que a partir de la Ley 6/2008, de la Sociedad Cooperativa Pequeña del País Vasco, pasó a denominarse como contribución para la educación y promoción cooperativa y otros fines de interés público (COFIP) y, con la entrada del PGC 2007, se contabiliza en el pasivo del balance.

³⁸ Este autor apunta a la flexibilidad de la Ley vasca estableciendo las siguientes excepciones: 1) cuando una cooperativa se transforma en una sociedad civil o mercantil, 2) en caso de disolución con liquidación de una cooperativa de segundo o ulterior grado y 3) en cooperativas mixtas si lo recogen sus estatutos con autorización del Consejo Superior de cooperativas.

³⁹ Ley de cooperativas de Andalucía, Asturias, Castilla La Mancha y Murcia.

Este fondo se dota básicamente de la parte de los excedentes que decida la asamblea general respetando los límites mínimos legalmente establecidos, aunque también poseen el mismo destino las deducciones sobre las aportaciones obligatorias en caso de baja de la persona socia y las cuotas de ingreso. Debe aclararse que el saldo positivo de la cuenta de pérdidas y ganancias recibe la denominación de excedente neto (una vez descontados los intereses de las aportaciones a capital y el importe de los bienes entregados para la gestión cooperativa), del que una vez compensadas las pérdidas de ejercicios anteriores y satisfecho el impuesto exigible, se dota un porcentaje del 20 ó 25 por 100⁴⁰.

Las NACC lo incluye como una partida de los fondos propios, clasificándola como si se tratara de una reserva legal⁴¹. Como comenta Genovart (2017) presenta múltiples similitudes con estas reservas, aunque los fondos de reserva dispongan de más restricciones: una dotación significativamente superior (de la reserva legal sólo se dota un 10 por 100 del beneficio neto hasta que alcance el saldo del 20 por 100 del capital social), una dotación continuada durante toda la vida de la cooperativa (con independencia del montante alcanzado en cada ejercicio), una aplicación limitada a casos muy especiales y a que, como ya ha comentado, será irrepartible en cualquier caso, incluso en la liquidación de la CTA. En este sentido, Martín (2013) señala que, a diferencia de la reserva legal de las sociedades de capital, el FRO no pueda emplearse para abordar ampliaciones de capital, por cuanto ello supondría autorizar de forma indirecta el reparto de las reservas colectivas. Por otro lado, otra diferencia característica es la relativa a la base de cálculo para su dotación, dada la obligación que tienen las cooperativas de compensar, en todo caso, las pérdidas de ejercicios anteriores antes de atribuir el excedente neto al FRO, mientras que en las sociedades de capital no existe, en principio, tal determinación legal⁴².

5.3.2. Fondos de reserva voluntarios

Las cooperativas de trabajo asociado también pueden dotar otra serie de reservas de carácter voluntario (FRV) y que pueden albergar naturaleza repartible o irrepartible. Por tanto, en este tipo de fondo de reserva son las personas socias quienes deciden tanto la constitución de las mismas, así como los usos o aplicaciones permitidas, ya sea estatutariamente o por acuerdo en asamblea general. En cualquier caso, siempre se hará dentro del marco legal establecido para las cooperativas.

Así, su dotación procede de los excedentes disponibles de la cooperativa una vez realizadas las asignaciones de obligado cumplimiento previas a su distribución, es decir, la compensación de pérdidas, el devengo del impuesto que grava la renta empresarial y la

⁴⁰ Como se ha comentado en apartados anteriores, la proporción de dotación dependerá del montante que el FRO suponga respecto del capital ya que, hasta que alcance el 50 por 100 del capital posibilita dotar un 25 por 100 en detrimento del COFIP, al que estará obligado de destinar un 5 por 100 que, en otro caso, será del 10 por 100. Gadea (2003) comenta que tal hecho responde a la prioridad que las normas vigentes en España dan a la protección de la solvencia empresarial de la cooperativa sobre la realización de fines sociales.

⁴¹ No obstante, si su carácter es repartible las normas aluden al estudio de sus características para considerar dichos fondos como pasivos financieros (NACC norma 4).

⁴² En este sentido, se publicó una consulta en el BOICAC (Boletín Oficial del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas), la consulta número 99 de septiembre de 2014-5, donde se aclara que las sociedades de capital sólo destinarán el beneficio a la compensación de pérdidas de forma obligatoria si dichas pérdidas hacen que el valor del patrimonio neto de la sociedad sea inferior a la cifra de capital.

dotación del fondo de reserva obligatorio, y del COFIP. Si bien la LCE no establece un destino concreto a las reservas disponibles, el artículo 11 del Reglamento de la LCE - en adelante, RCE - determina que las reservas disponibles repartibles, además de poder establecer en estatutos criterios de individualización de las mismas, podrán tener cualquiera de los siguientes destinos que, en su caso, disponga la asamblea general de la cooperativa: capitalización o monetarización a favor de las personas socias de forma proporcional a la actividad cooperativizada realizada (lo que implica también la participación de trabajadores asalariados), retribución de las aportaciones al capital social, incremento del FRO, del COFIP o de otras FRV, compensación parcial o total de las pérdidas o la actualización de aportaciones, entre otras alternativas. En cambio, los fondos de reserva voluntarios irrepartibles estarán restringidos a los fines acordados, entre los cuales no se encontrará su posible distribución entre las personas socias, a menos que se decida su transformación. Y es que los posibles destinos pueden o no establecerse en el momento de su dotación porque, como comentan Alzola & Villafáñez (2016), su origen reside en la voluntad de las personas socias y, por tanto, pueden acordar modificar tanto el carácter como el destino atribuido inicialmente. Por tanto, a diferencia de los fondos irrepartibles, la legislación cooperativa contempla que aquellos FRV repartibles puedan reintegrarse a las personas socias tanto durante la vida de la cooperativa como tras la disolución de la misma.

Por otro lado, según Alzola (2009) los FRV cumplen con las funciones típicas de las reservas, al contribuir a reforzar la posición financiera de la cooperativa a fin de que ésta pueda desarrollar su objeto social, lo que favorece tanto la consolidación, expansión y desarrollo de la entidad como la captación de recursos financieros externos, al aumentar la garantía ofrecida frente a terceros. Por tanto, este tipo de fondos de reserva no se diferencia en absoluto de las reservas voluntarias que puedan constituirse en otros tipos de sociedades de capital.

Por último, cabe comentar que los FRV se clasificarán en el patrimonio neto de la CTA siempre y cuando no tengan carácter repartible y puedan comprender pasivos financieros. En estos casos, según las NACC tendrán la calificación de pasivo financiero en la parte que corresponda, si su dotación es obligatoria y el fondo exigible, reconociendo su dotación como gasto en la cuenta de pérdidas y ganancias.

Existe otro tipo de fondo reconocido por las normas contables y que algunas leyes autonómicas reconocen: el denominado Fondo de reembolso o actualización. Es una reserva constituida a partir de una actualización o revalorización legal y que posteriormente, en varios ejercicios, será destinado a la actualización del capital social o al incremento de reservas. Según las NACC, estas reservas figurarán en el balance de la sociedad, agrupadas entre los fondos propios de la cooperativa.

5.3.3. Perspectiva financiera de los fondos sociales de una CTA

Del Arco (1974) considera que toda empresa, incluidas las cooperativas, necesitan autofinanciarse en medida suficiente, siendo las reservas sociales una de las mejores fórmulas para su captación. En este sentido, los beneficios retenidos en la sociedad pueden emplearse para la adquisición de bienes o utilización de servicios en el desarrollo de la actividad empresarial ya que, como comenta Vicent (1990), gozan de absoluta libertad

sobre su materialización. Otra cosa distinta es la aplicación contable de estos fondos, los cuales quedan afectos al fortalecimiento financiero y patrimonial de la sociedad.

En principio, el único fin de los fondos dotados al FRO y de los FRV de carácter irrepartible, así como una posible aplicación de los de naturaleza repartible, es la imputación de pérdidas. Esta acción está regulada en el artículo 73 LCE, en el cual se fijan los criterios para la compensación de las pérdidas, limitando su imputación al FRO, con el que, como máximo, se podrá compensar el porcentaje medio de los destinados a los fondos legalmente obligatorios en los últimos cinco años de excedentes positivos. Por tanto, si una cooperativa de trabajo asociado se ajusta a la dotación mínima legal de los fondos obligatorios (FRO y COFIP) que, globalmente considerados, corresponden al 30 por 100 de los excedentes netos, podrá emplear hasta el 30 por 100 de dicho fondo de reserva para la compensación de las mismas. No obstante, en sociedades donde el FRO suponga más del 50 por 100 del capital social cooperativo, se podrá emplear el importe que exceda para este mismo fin.

En cambio, no se establece ningún límite para los FRV, por lo que se podrá imputar la totalidad de los mismos a la compensación de las pérdidas originadas en la sociedad. La legislación cooperativa insta a que la cuantía de las pérdidas no compensada con los fondos obligatorios y voluntarios se impute a las personas socias en proporción a las operaciones, servicios o actividades realizadas por cada una de ellas con la cooperativa, mediante deducciones en sus aportaciones al capital social o mediante la constitución de una cuenta especial para su amortización con cargo a resultados positivos dentro del plazo de 5 años.

Sin embargo, además de la imputación de pérdidas, los FRV repartibles pueden tener otros destinos antes comentados. Todos ellos implican un cambio en la calificación de dichos fondos: en algunos casos se mantienen dentro del patrimonio común de la cooperativa (incremento del FRO o FRV irrepartible), mientras que en otros casos (capitalización o monetarización en forma de retorno o interés y actualización de aportaciones) suponen una transferencia del patrimonio común al individual de las personas socias, si bien no varía la cifra de los fondos propios de la sociedad. Sin embargo, Alzola (2009) comenta que uno de los efectos de la capitalización de fondos de reserva es que el régimen jurídico de estos recursos económicos que han sido traspasados a capital se modifica. Por ello, y a partir de ese momento, se someten a las normas aplicables a las aportaciones a capital y, por tanto, cabe la posibilidad de que las reservas transformadas en aportaciones devenguen un interés o sean reembolsadas a las personas socias en el momento de su baja (siempre que la cooperativa no rehuse su devolución, si es que tienen dicha consideración).

En consecuencia, parece normal que en las cooperativas, una vez dotados los fondos obligatorios en las proporciones mínimas legalmente establecidas, ante la voluntad de destinar una mayor proporción de los excedentes disponibles a incrementar el patrimonio común de la CTA, lo canalicen a través de los FRV dada la mayor flexibilidad que estos presentan respecto al FRO. Incluso si se decantaran por dotar FRV de carácter irrepartible, estos fondos, a diferencia del FRO, no tienen limitación alguna en la compensación de las pérdidas del ejercicio, podrían modificar su naturaleza a voluntad del colectivo de personas socias e, incluso, recuperarlos en el momento de la liquidación de la cooperativa.

No obstante, una dotación adicional de fondos de reserva siempre va en detrimento de una menor retribución de las personas socias (e, incluso del personal asalariado). Por esta razón, la distribución óptima del excedente disponible debe suponer un dilema habitual en las CTA, considerando la situación actual y futura de la cooperativa.

Alzola & Villafáñez (2016) manifiestan que el FRO es el fondo propio por excelencia en las CTA, ya que habitualmente se constituyen con un capital social igual al capital mínimo exigido por la ley y, por tanto, el FRO representa una importante vía de autofinanciación que contribuye a reforzar y estabilizar su estructura financiera. Sin embargo, autores como Genovart (2017) afirman que la irrepartibilidad total de estos fondos desincentivan la creación de este tipo de sociedad frente a otras figuras jurídicas que están reguladas por la Ley de sociedades de capital.

Por otro lado, los fondos de reserva voluntarios también contribuyen a reforzar y estabilizar financieramente la cooperativa que, como se ha explicado, posee especial relevancia en las CTA. Por ello, la dotación de fondos de reserva también contribuye no sólo a presentar una mejor posición financiera, sino que también a la captación de financiación externa por la mejor imagen de garantía frente a terceros. Además, también constituyen un elemento de protección de las aportaciones a capital dado que, como comentan Gómez & Miranda (2006), son un elemento importante de seguridad frente a la absorción de pérdidas, incluso para las propias personas socias.

Además, Martín (2013) expone que, en la práctica, la mayor parte de las cooperativas optan por destinar parte de los excedentes a fondos de reserva voluntarios que pueden ser utilizados libremente por la entidad. Sin embargo, la dotación al FRV de naturaleza repartible no suele ser obligatoria y, por tanto, estos fondos acostumbra a clasificarse en el patrimonio neto de la entidad⁴³.

5.4. Las aportaciones financieras subordinadas en la cooperativa de trabajo asociado

Otro tipo de aportaciones, diferentes a las «clásicas» que pueden realizar las personas socias son las aportaciones financieras (o participaciones especiales) que, independientemente de su denominación, pueden tener la consideración de capital social si se tratan de aportaciones subordinadas cuyo vencimiento no tenga lugar hasta la liquidación de la cooperativa. En efecto, la Ley de Cooperativas de Euskadi regula en dos preceptos diferentes este tipo de financiación subordinada: en el artículo 60.6 aquellas que integran el capital social y, por tanto, engrosan los fondos propios de la entidad y, el resto, en el artículo 67 denominándolas participaciones especiales y que por sus características serán consideradas como instrumentos de pasivo.

⁴³ Aun siendo exigibles por las personas socias, no existe una obligación contractual para retribuir estos fondos, por lo que sólo se devenga un pasivo financiero una vez que en asamblea general se decida su destino, ya sea en forma de retorno o intereses a cuenta, y hasta el momento de su monetarización. En caso de capitalización, tal y como comenta Alzola (2009) adquirirían la misma naturaleza que posea la aportación a capital de la propia persona socia.

La especificidad de estos instrumentos radica en la subordinación, a la que Celaya (1995) se refiere como la posición que el tenedor del instrumento posee en cuanto a la recuperabilidad de su inversión, ya que a estos efectos se sitúa detrás de las personas acreedoras comunes. Por tanto, debido al orden en la prelación de créditos este colectivo de personas recuperará sus capitales una vez satisfechos los créditos ordinarios de todas las personas acreedoras comunes.

La legislación permite que estas participaciones las suscriban tanto personas socias como no socias, sean personas trabajadoras de la entidad o ajenas a ella, y contempla varias opciones en cuanto a la configuración de su formalización (títulos o anotaciones en cuenta) y retribución (fija, variable o participativa). Sin embargo, se prohíbe la atribución de derechos de voto en la asamblea ageneral ni se permite que otorguen una mayor participación en los órganos de administración. Cabe mencionar que, para mantener en cierto modo la autonomía de la cooperativa, la legislación cooperativa exige ofrecer la suscripción de estas aportaciones preferentemente a las personas socias y a las personas trabajadoras asalariadas, al menos un 50 por 100 de las emitidas, antes de ofrecerse a terceras personas ajenas a la entidad. El artículo 10.3 del RCE estipula que este derecho de suscripción preferente puede consistir, entre otros, en la concesión de plazos preferentes de suscripción, en el establecimiento de tramos diferenciados o en criterios de prorrateo en el reparto.

Por otro lado, pueden ser libremente transmisibles y, en caso de que así se prevea, pueden tener la consideración de valores mobiliarios al objeto de facilitar dicha transmisibilidad. En cuanto a su formalización, Salaberría (1995) opina que se establece un régimen de amplia libertad formal dado que, pueden emplearse títulos o anotaciones en cuenta, mientras que si se formalizan en valores mobiliarios los requisitos formales serán más exigentes, producto de una regulación específica.

Las aportaciones financieras subordinadas con vencimiento en la liquidación de la cooperativa mantiene características comunes con la deuda perpetua, al suponer una financiación con características híbridas. También se asemeja a las acciones sin voto de las sociedades de capital, al disociarse la captación de recursos no exigibles del derecho al voto⁴⁴. Así, estos instrumentos financieros pueden ser reembolsados anticipadamente o adquiridos en cartera por la cooperativa, respetando los requisitos, condiciones y, en su caso, las garantías frente a los y las acreedoras contempladas en el propia RCE. En el mismo sentido, se establecen reglamentariamente otra serie de operaciones mediante el empleo de dichos instrumentos, como las transformaciones en aportaciones financieras subordinadas de aportaciones de personas socias que las transmiten a otras personas socias o que se materialicen, total o parcialmente, el destino de las plusvalías recogidas en la reserva de regularización de balance al capital social, previo acuerdo y siempre que los estatutos regulen dichas posibilidades (RCE art. 7 y 10).

Las NACC dedican su quinta norma a regular contablemente estos instrumentos a los que reconoce naturaleza de fondo propio si efectivamente son reembolsables en caso de liquidación de la cooperativa y si no llevan aparejado el pago de una remuneración obligatoria. En consecuencia, si el instrumento es clasificado como fondo propio, su

⁴⁴ Un análisis exhaustivo de estas figuras puede encontrarse en el trabajo de Celaya (1995).

retribución se considerará distribución de resultado, mientras que en caso contrario, devengará un gasto financiero como cualquier otro pasivo financiero de la entidad.

En cambio, las participaciones especiales que no integran el capital social son aquellas financiaciones subordinadas cuyo reembolso no tiene lugar hasta que transcurran al menos cinco años desde la emisión, la remuneración se establezca en función de los resultados de la cooperativa y los suscriptores sean, además de las personas socias y trabajadores asalariados de la cooperativa, entidades no cooperativas. Tampoco atribuyen derechos de voto en la asamblea general ni de participación en el órgano de administración (Art. 67 LCE), si bien tienen en común con las que sí integran el capital social su carácter subordinado y, aunque no necesariamente, su retribución participativa. En este sentido, Gadea (2003) comenta que dadas sus características, cuando no forman parte del capital su naturaleza es compleja, al presentar notas comunes con el préstamo, aunque se encuentren comprometidas en cierta medida con el riesgo de la empresa.

5.4.1. Perspectiva financiera de las aportaciones financieras subordinadas

Se trata de una figura financiera introducida al objeto de responder a las dificultades en la captación de recursos financieros de las cooperativas y, en particular, como vía de reforzamiento de los recursos propios si estas integran el capital social cooperativo. Por el contrario, la cooperativa adquiere el compromiso de pago de una determinada cantidad de dinero periódicamente en concepto de retribución, asociada o no a la marcha de la entidad, además de la obligación de reembolsar el capital (que puede ser cuando la cooperativa se disuelva). Estas obligaciones se ejecutarán en el momento y la forma en las que se haya estipulado en el acuerdo de emisión, para lo cual las CTA cuentan con amplia libertad y, por tanto, podrán adaptar esta fuente de financiación a sus propias necesidades en caso. Por tanto, al igual que las aportaciones a capital de carácter voluntario, sean o no las personas socias las surcriptoras de estas participaciones, el empleo de esta vía tiene una justificación financiera.

Según Celaya (1995) la introducción de la figura de aportaciones financieras con vencimiento en la liquidación tuvo una gran importancia conceptual, al permitir legalmente y de forma expresa, la posibilidad de configurar en las cooperativas un fondo contable de capital fijo y en el que se reconoce la posibilidad de incluir en el mismo aportaciones realizadas por terceros. En efecto, el empleo de estas aportaciones financieras puede ser otra fórmula de financiación voluntaria en la que, además, puede participar un colectivo mayor de inversores en la consolidación de una cifra de capital suficiente que de otra forma no se lograría. Incluso, si la CTA posee aportaciones a capital del tipo regulado en el artículo 60.1 a), es decir, aquellas que mantienen la exigibilidad y, por tanto, consideradas contablemente como pasivos financieros, sería el único concepto de capital social que aparecería en los fondos propios de la cooperativa. De esta forma, podría servir para mitigar los efectos adversos que la reclasificación en pasivos financieros que se comentan en el marco contable de esta investigación.

Por otro lado, la emisión de participaciones especiales con vencimiento anterior a la liquidación supone una fuente de financiación a largo plazo de fondos ajenos perfectamente empleable en situaciones de necesidad financiera como cualquier otro

instrumento de pasivo. Sin embargo, dependiendo de las expectativas sobre el alcance en cuanto a volumen y posibles inversores puede suponer un handicap importante para las cooperativas e incurrir en un coste de gestión importante (además del financiero) en comparación con otros instrumentos financieros de pasivo. Así mismo, estas aportaciones, integren el capital social o no, si no se formalizan en valores mobiliarios y/o se negocian en un mercado organizado, es posible que cuenten con escasa capacidad de liquidez, aspecto muy valorado entre los inversores, y en ningún caso pueden ofrecer otros alicientes distintos al económico como estímulo de atracción de capitales que, quizás podría compensar esa falta de liquidez. Por tanto, si bien es una alternativa factible para las sociedades cooperativas, es posible que sean pocas las operaciones que puedan viabilizarse.

5.5. Otros instrumentos financieros externos en la cooperativa de trabajo asociado

En este apartado se analizan los instrumentos financieros de los que dispone una sociedad cooperativa de trabajo asociado para financiar su actividad económica, con características de pasivos financieros, distintos a los instrumentos comentados anteriormente, y que la legislación cooperativa recoge explícitamente en sus textos normativos. Además de las aportaciones de distinto tipo que no cumplan las condiciones para ser consideradas capital social, la legislación cooperativa incorpora otros instrumentos financieros los cuales no están sujetos al riesgo empresarial y, por tanto, existe una obligación contractual de reembolso respecto al suscriptor con independencia de cualquier motivación.

Entre los instrumentos contemplados en la legislación cooperativa se encuentran los títulos participativos, la emisión de obligaciones y las cuentas en participación. En este sentido, la última reforma de la Ley de Cooperativas de Euskadi resta definición a dichos instrumentos, simplificando la regulación a la mera mención de dichos instrumentos. Sin embargo, en la exposición de motivos se expone que tal simplificación mantiene la regulación del régimen económico de la cooperativa con las diversas posibilidades de financiación previstas en la ley en correlación con los instrumentos financieros utilizados por las sociedades de capital. No obstante, la nueva redacción opta por prever su existencia en sede cooperativa con carácter general y remitir el desarrollo concreto a su regulación específica. Las características más destacadas de dichos instrumentos, se presentan en la siguiente tabla.

Tabla 3. Principales características de otras formas de financiación externas

	Empréstitos de obligaciones	Títulos participativos	Cuentas en participación
Concepto y finalidad	Captación de recursos por medio de valores negociables que dan derecho a un interés fijo y a recuperar el capital al vencimiento	Captación de recursos por medio de obligaciones con rendimientos mixtos	Financiación con rendimiento variable en función del resultado
Formalización	Valores negociables	Valores mobiliarios	Contratos bilaterales
Retribución	Interés fijo	Combinación de interés fijo y variable (según resultado)	Interés variable en función del resultado

Atribución del poder de decisión	No otorga	No otorga	No otorga
Transmisibilidad	Libre. Negociable en el mercado de valores	Libre.	No transmisible.
Reembolso o Amortización	Puede tener carácter indefinido	No se establece límite	Pueden tener carácter indefinido.
Asunción del riesgo	No asume riesgo inherente a la actividad.	No asume riesgo inherente a la actividad, pero es posible que no perciba el interés variable.	No asume riesgo inherente a la actividad, pero es posible que no perciba el interés variable.

Fuente: Elaboración propia, a partir de Bastida (2012)

En cuanto a los títulos participativos Rocafort (2010) comenta que, a la vista de su caracterización, se podría estar ante la variante o modalidad cooperativa de los préstamos participativos regulados en España. La legislación estatal le confiere la posibilidad de tener la consideración de valor mobiliario. Así, según este autor, lo más común sería emitir títulos participativos en masa, pero sin carácter negociable, por no ser susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera, o que se emitan con carácter de valores negociables, lo cual les habilita para integrarse y ser negociados en mercados secundarios oficiales. Sin embargo, según Gadea (2003) poseen una característica especial para sus tenedores, ya que les permite participar en asamblea con voz, pero sin voto.

En cuanto a la emisión de obligaciones, se permite a la cooperativa de trabajo asociado su utilización, previo acuerdo de la asamblea general y en términos similares al resto de sociedades de capital que puedan emitir obligaciones⁴⁵. Asimismo, la CTA también puede emitir financiación voluntaria bajo otras modalidades de títulos en serie como bonos o pagarés, con los plazos y condiciones que se establezcan en el acuerdo de emisión.

Por otro lado, las cooperativas también pueden emplear cuentas en participación según lo dispuesto en el código de comercio. Es un tipo de financiación en el cual hay un aportante de recursos que vincula su participación a los resultados empresariales obtenidos. Sin embargo, Bel & Fernández (2002) apuntan que es una forma híbrida de financiación porque el partícipe que aporta capital no es el titular de un derecho de crédito por el valor aportado. Por tanto, se distingue del préstamo participativo en la ausencia de remuneración fija con la ventaja de no tener que satisfacer unos intereses fijos y devolver el principal con independencia de los resultados obtenidos por la empresa.

En estos casos, las NACC también confieren a dichos instrumentos la consideración de pasivo financiero y, en consecuencia, a su retribución la de gasto, a pesar de que en los instrumentos participativos el importe de su remuneración pueda fijarse a partir del resultado de la cooperativa. Sin embargo, Rocafort (2010) comenta que la virtud de los fondos captados mediante títulos participativos es que a efectos mercantiles tendrán consideración de patrimonio contable y, por tanto, esta cifra será considerada en la cuantificación de cara a la aplicación de la legislación mercantil para la reducción de capital y disolución de sociedades.

⁴⁵ Las sociedades de responsabilidad limitadas tienen prohibida esta práctica.

5.5.1. Perspectiva financiera de otros instrumentos financieros externos

Todos estos instrumentos tratan de mejorar el acceso de las cooperativas al mercado de capitales. Celaya (1995) puntualiza que no es estrictamente correcto afirmar que el mercado de capitales no es accesible para la cooperativa, sino que, desde un punto de vista económico, las cooperativas experimentan una específica dificultad de acceso a los diferentes recursos financieros externos. Según este autor, el no empleo de estas fórmulas puede llegar a tener graves consecuencias para las cooperativas al limitar su ritmo de crecimiento, dificultar el acceder a actividades que requieran la utilización intensiva de capital, incluso, por restringir vías de captación del ahorro popular que pudieran utilizar en alcanzar o mantener la posición competitiva de la cooperativa.

Sin embargo, son instrumentos financieros poco empleados o no documentados en las cooperativas vascas, como comentan Alzola & Villafañez (2016)⁴⁶. Una de las causas puede ser que las cooperativas obtengan los fondos necesarios de los proveedores de financiación del resto del sistema financiero, los cuales les pueda ofrecer soluciones que se adaptan a sus necesidades en cuanto a volumen, plazo y coste. En esta clase se pueden englobar a las fuentes de obtención de financiación ajena que podría utilizar cualquier empresa y que su utilización no requiere una mención legal expresa para la utilización por parte de las cooperativas, las cuales se comentan en el siguiente apartado.

5.6. Instrumentos financieros de pasivo sin mención expresa en la legislación cooperativa

La fuente de financiación externa por excelencia es la financiación bancaria, por el desarrollo que el mercado bancario tiene dentro del sistema financiero español. Estos les ofrecen soluciones mediante la contratación de distintos productos financieros diseñados para cubrir sus necesidades financieras (actividad ordinaria, inversiones, etc.) como los créditos, los préstamos, el arrendamiento financiero, el renting, el descuento comercial, el factoring, etc. Por otro lado, las sociedades de garantía recíproca complementan la financiación bancaria mediante la emisión de avales. Existen, además, un abanico de entidades e instituciones fomentadas por administraciones públicas cuyo fin es favorecer la financiación del tejido empresarial y que ofrecen soluciones desde la participación en fondos propios, préstamos ordinarios o participativos y hasta subvenciones reembolsables y amortización bonificable. Entre ellas se puede destacar el Instituto de Crédito Oficial (ICO), Empresa Nacional de Innovación (ENISA) o el Instituto Vasco de Finanzas (IVF).

Por último, hay otras entidades y agentes de menor interés para las cooperativas como las sociedades de capital riesgo, fondos de inversión o business angels, cuyo fin es invertir en las sociedades o empresas recién constituidas aportando capital al objeto de obtener una rentabilidad futura. Normalmente estos agentes suelen adquirir parte de los títulos que

⁴⁶ Como novedad, y en relación a estos instrumentos financieros, la nueva Ley de cooperativas de Euskadi aprobada en 2019 ha incluido los aspectos referentes a la protección de personas inversoras y consumidoras y en especial, a la disposición de información suficiente, clara y comprensible a los tenedores de los productos financieros emitidos por la cooperativa.

representan el patrimonio neto (acciones o equivalentes), lo cual dificulta en exceso operar con sociedades cooperativas, por lo que no se harán referencias a estos tipos de fuentes de financiación cuando se aluda a fuentes externas de financiación de las CTA.

A continuación, para finalizar con el apartado quinto de este capítulo, se recogen las distintas fórmulas que se han mencionado a lo largo del mismo al objeto de presentar las alternativas disponibles de una forma más simplificada, debido a la complejidad del entramado financiero y su clasificación como instrumento financiero.

5.7. Variaciones en fondos propios y ajenos en la cooperativa de trabajo asociado

En objetivo de este apartado es exponer las variaciones causadas por razones financieras que pueden observarse en el origen de los fondos de una CTA a causa del uso o empleo de los instrumentos de financiación específicos estudiados en los apartados previos. Por tanto, a partir de la Tabla 4 se inventarían los efectos financieros, sea en fondos propios (FFPP) o fondos ajenos (FFAA), producidos como consecuencia de las distintas aportaciones de las personas socias, de la distribución del excedente neto de la cooperativa o por la obtención de fondos derivados de fuentes ajenas a la empresa. Así, se recogen las operaciones que suponen incremento, reducción o mantenimiento de dichos fondos.

Tabla 4. Inventario de fórmulas financieras y su efecto en los fondos propios o ajenos de las CTA

Incremento de FFPP	Incremento de FFAA
Aportaciones art. 60.1 b) obligatorias iniciales o de nuevo ingreso de personas socias trabajadoras, de socios colaboradores y de socios inactivos	Aportaciones de socios de duración determinada.
Aportaciones art. 60.1 b) sucesivas o sobrevenidas	Aportaciones art. 60.1 a) obligatorias o voluntarias de cualquier clase de socio, operaciones de capitalización de intereses, retornos o anticipos, así como su actualización.
Aportaciones art. 60.1 b) voluntarias	Reclasificación de aportaciones art. 60.1 b) por solicitud de reembolso de la persona socia por baja no rehusado hasta la fecha de su devolución
Actualización de aportaciones art 60.1 b)	Dotación del excedente neto al COFIP o, mayor dotación por aplicación de FRV repartibles.
Aportaciones financieras subordinadas con vencimiento en la liquidación de la CTA	Capitalización de retornos, interés y anticipos en aportaciones art. 60.1 a), incluyendo aplicación de FRV repartibles
Capitalización de intereses, retornos o anticipos	Emisión de participaciones especiales, títulos participativos, obligaciones, bonos o pagares
Conversión y/o aportación art. 60.1 b) de personal socio de duración determinada en socios de duración indefinida	Constitución de cuentas en participación
Cuotas de ingreso con destino al FRO	
Cuotas o aportaciones que se exijan con la finalidad de compensar pérdidas.	
Cuotas o aportaciones destinadas directamente a incrementar los fondos de reserva de la cooperativa.	

Otras cuotas no reintegrables exigidas a las personas socias (periódicos o no). Dotación del fondo de reserva obligatorio. Constitución de fondos de reserva voluntarios de carácter repartible o irrepartible.	
Sin variación FFPP	Sin Variación FFAA
Aplicación de FRV/repartibles en otros conceptos que integran los fondos propios (FRO, capitalización de intereses o retornos, etc.)	Operaciones de refinanciación (renovación, negociación de nuevos plazos,..)
Reducción FFPP	Reducción FFAA
Compensación de pérdidas mediante FRO o FRV. Aplicación de Extornos Cuenta especial para compensación de pérdidas Aplicación de FRV repartibles en monetización de retornos o intereses	Aplicación del COFIP Amortización anticipada o reembolso de participaciones especiales, títulos participativos, obligaciones, bonos o pagarés Liquidación de cuentas en participación

Fuente: Elaboración propia

En este sentido, se entiende por “Incremento de FFPP” aquellas variaciones al alza con origen en el activo que produzcan un incremento de su cifra, o bien cambios en la proporción que suponen estos en la configuración del balance sin cambios en el total del activo. En cambio, se refiere a “Incremento de FFAA” a situaciones en las cuales las variaciones producen un mayor saldo de fondos ajenos en la CTA debidas a un incremento de la estructura de inversión (total activo) o porque sin cambios en el total activo se produzca una variación al alza de la proporción de lo que suponen estos fondos respecto del total. El término “reducción de” se corresponde a idénticos movimientos en unos y otros fondos, aunque en un sentido inverso al incremento, mientras que “sin variación” se refiere a las operaciones por cuya consecuencia se modifica la configuración interna del tipo de fondos sin que varíe ni el total activo ni tan siquiera la proporción de los fondos respecto del total.

Se puede concluir que existen múltiples vías que pueden producir movimientos relevantes en la dinámica financiera de las CTA, al disponer tanto de diferentes instrumentos como de características o condicionantes de los mismos que como consecuencia hagan que determinados fondos se contabilicen de una u otra forma (FFPP o FFAA). Sin embargo sería interesante conocer el empleo real de dichas alternativas y contrastar las diferentes observaciones que la comunidad investigadora ha expuesto y que se han recogido en los apartados previos de perspectiva financiera. Por otro lado, también puede ser apropiado para la investigación conocer las motivaciones o preferencias que guían las decisiones de estructura financiera en estas empresas, ya sea mediante la revisión del estado del arte sobre la cuestión o por conocer qué hace que una empresa con forma de CTA se decante por financiarse mediante una u otra. Todo este análisis se llevaría a cabo en el capítulo III, en la revisión del estado del arte.

No obstante, y antes de todo ello, se debe exponer y desarrollar el contexto y ámbito de aplicación de esta investigación, debido a que la pertenencia de una CTA a un grupo

cooperativo como MONDRAGON conlleva ciertas especificidades económico-financieras que son necesarias conocer.

6. El grupo cooperativo MONDRAGON

El objetivo de este apartado es poner en contexto a las sociedades cooperativas que serán objeto de estudio en los próximos capítulos. Como se expuso en el capítulo introductorio, existen motivos personales, profesionales y científicos suficientes para acotar la investigación a las sociedades pertenecientes a este grupo empresarial y, por tanto, el análisis de las singularidades de estas cooperativas ayuda en la consecución de los objetivos de investigación marcados para este estudio.

Además, la experiencia cooperativa de MONDRAGON es una de las iniciativas socioempresariales más relevantes del movimiento cooperativo mundial. Esta experiencia surge en el entorno de Arrasate-Mondragón, cuyo comienzo data a mediados de los años 40 con la llegada del sacerdote Don José María Arizmendiarreta y va tomando cuerpo hasta que en 1956 se funda la primera de sus cooperativas, denominada ULGOR - futura FAGOR-.

El grupo de cooperativas ha ido desarrollándose en base a sus principios cooperativos básicos⁴⁷, los cuales inspiran el funcionamiento de sus políticas y prácticas organizativas. A lo largo de las siguientes décadas, han conocido coyunturas económicas favorables y desfavorables, en las cuales han podido desplegar todo su potencial de intercooperación para resistir y fortalecerse (Altuna & Urteaga, 2014).

Las cooperativas integrantes en MONDRAGON son cooperativas de trabajo asociado y su filosofía de empresa se halla recogida en sus valores corporativos: la cooperación, lo que implica ser propietario y protagonista; la participación, entendida como compromiso en la gestión; la responsabilidad social, lo cual significa la distribución de la riqueza e implicación con el entorno; y la innovación, lo que se traduce en renovación permanente. MONDRAGON define su misión como aglutinador de los objetivos básicos de una organización empresarial que compite en los mercados internacionales, con la utilización de métodos democráticos en su organización societaria, la creación de empleo, la promoción humana y profesional de sus personas trabajadoras y el compromiso de desarrollo con su entorno social⁴⁸.

Hoy en día, tal y como recogen en su web corporativa, MONDRAGON está integrada por más de 98 cooperativas autónomas y 141 filiales productivas, constituyendo el primer grupo empresarial vasco, ocupando un puesto relevante en la clasificación de las principales empresas españolas. Se considera a sí misma como un líder mundial del trabajo en cooperación al estar presente en los 5 continentes. En 2020 el conjunto de la corporación obtuvo ingresos totales por valor de 11.482 millones de euros (12.229 millones de euros

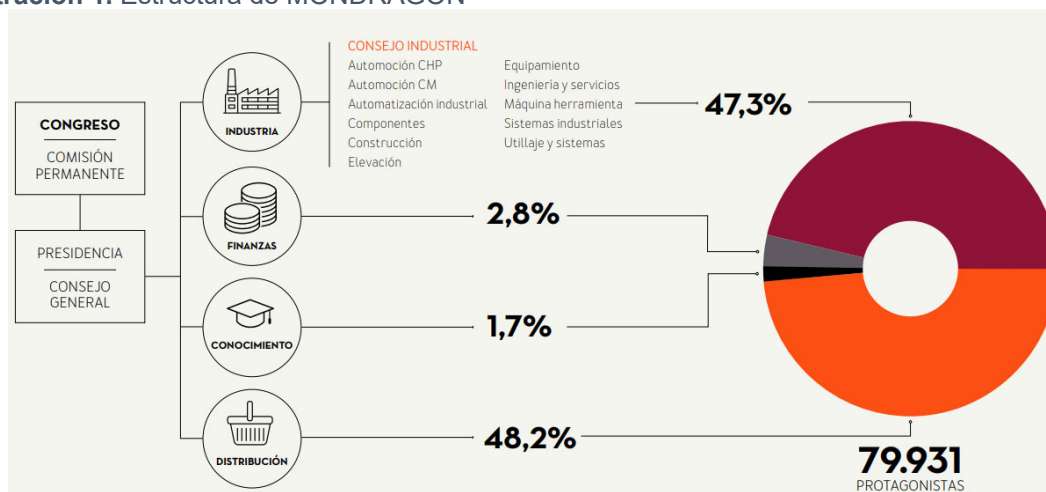
⁴⁷ Los principios básicos están inspirados por los principios cooperativos de la ACI y aunque mantienen un carácter abierto y dinámico, hoy día se traducen en la Libre adhesión, la Organización democrática, la Soberanía del Trabajo, el Carácter instrumental y subordinado del capital, la Participación en la gestión, la Solidaridad retributiva, la Intercooperación, la Transformación social, el Carácter Universal y la Educación.

⁴⁸ Más información en: <https://www.MONDRAGON-corporation.com/sobre-nosotros/>

en 2019), presenta inversiones netas que ascienden a 335 millones de euros (507, en 2019) y un EBITDA cifrado en 1.324 millones de euros (1.253, en 2019). Ha congregado, de media, 79.931 puestos de trabajo (81.507, en 2019) de los cuales un porcentaje muy elevado corresponde a personas socias de la cooperativa (en el área industria, en 2020 alcanza un 75,9% del total de la plantilla, habiendo sido del 73,9% en 2019). Por otro lado, el capital social del conjunto de personas socias trabajadoras asciende a 1.823 millones de euros (1.825, en 2019) y destinan a actividades de I+D un 9,2% de recursos sobre el valor añadido (9,1% en 2019), mientras que dotan recursos a actividades de carácter social por valor de 25,30% (26,9% en 2019).

El conjunto de estas empresas crea una red intercooperativa que hoy día abarca 4 áreas de negocio: conocimiento, distribución, industrial y finanzas. El área industrial se descompone a su vez en divisiones, sistema de organización de menor tamaño que agrupa a cooperativas en función de la afinidad en cuanto a producto, cliente o actividad. En la Ilustración 1 se muestra la estructura del grupo cooperativo y el peso relativo de cada una de las áreas:

Ilustración 1. Estructura de MONDRAGON



Fuente: MONDRAGON (2020). <https://www.mondragon-corporation.com/somos/>

Por otro lado, los órganos de gobierno y gestión del grupo empresarial son el congreso, a través de la comisión permanente, y la presidencia, a través del consejo general, tal y como se muestra en la Ilustración 1. Estos instrumentos que podrían equipararse a los de una sociedad cooperativa, correspondiendo el congreso cooperativo a la asamblea general y asimilando la comisión permanente y el consejo general, al consejo rector y al consejo de dirección respectivamente.

Según Cancelo (1999), la de MONDRAGON no es una corporación que se base en participaciones financieras, sino en el acuerdo de las partes para poner en común ámbitos de la gestión que, o bien desbordan la capacidad individual, o bien consiguen que la actuación conjunta resulte más eficiente. Por tanto, la pertenencia a la corporación se traduce, entre otras muchas cuestiones, a secundar unas políticas generales, mantener una cultura empresarial común y en practicar la intercooperación financiera. En este sentido, es la presidencia, a través de los servicios centrales, la que se encarga de promover, desarrollar y velar por estas cuestiones para el conjunto del grupo. Precisamente Basterretxea, Cornforth & Heras (2022) señalan que MONDRAGON se diferencia de otras corporaciones porque el poder, la autoridad y la propiedad están descentralizadas en una

estructura organizativa federal, con forma de pirámide invertida de cooperativas autónomas que cooperan voluntariamente y de la que pueden separarse en cualquier momento⁴⁹.

Por otro lado, Arando & Arenaza (2018) destacan el papel que los mecanismos de solidaridad intracooperativa e intercooperativa, así como las actividades de cooperación estratégica de MONDRAGON han tenido para mejorar la competitividad de las cooperativas, tanto en tiempos de bonanza como en épocas de dificultades. En este sentido, Elortza, Alzola & López (2012) clasifican estos mecanismos diferenciando aquellos ofrecidos por los organismos de apoyo en el área financiera y de protección social, las debidas a las herramientas de intercooperación y los que contribuyen a la mejora de la competitividad.

En referencia a los primeros cabe mencionar que dichos apoyos se canalizan a través de Laboral Kutxa y Lagun Aro. Laboral Kutxa es una entidad financiera, la cual nació como cooperativa de crédito allá por 1959 con vocación de aportar a las cooperativas industriales servicios sociales, económicos y empresariales. Así, tuvo como fin recabar recursos de las propias personas cooperativistas para destinarlos a las propias necesidades de las personas socias, además de fijar las bases de lo que actualmente es Lagun Aro. Así mismo, durante décadas ha sido gran aliado de las cooperativas del grupo, aportando un soporte financiero importante para su desarrollo y constitución de nuevas empresas y, si bien a raíz de la evolución del sistema financiero, ha perdido peso en el conjunto global, todavía ofrece soluciones financieras y mantiene relaciones de confianza con todas las cooperativas. Así, en 2020 ha llegado a gestionar 26.146 millones de recursos para sus más de 1.137.000 clientes a través de sus 1.954 personas empleadas. Por otro lado, Lagun Aro EPSV es el sistema de protección social de las personas socias cooperativistas cuya misión es proporcionar el régimen de asistencia y previsión social para sus mutualistas afiliados y personas beneficiarias⁵⁰. A 2020 cuenta con 28.022 mutualistas activas y con un fondo patrimonial que asciende a 6.865 millones de euros.

Entre los mecanismos constituidos a partir de la intercooperación a diferentes niveles para mejorar la competitividad del conjunto de MONDRAGON se distinguen, entre otros, Ategi (plataforma central de compras), Otalora (Centro de desarrollo directivo y cooperativo), el Centro de promoción (plataforma especializada en la promoción de nuevas iniciativas empresariales), parques industriales en el exterior (actualmente en Kunshan - China y Pune - India), red coordinada de centros tecnológicos (Ikerlan, MIK, ISEA, etc.), así como agentes internos de educación superior, como Mondragon Unibertsitatea o Lea Artibai.

Por otro lado, entre los instrumentos basados en la intercooperación los más importantes son la reconversión de resultados o los fondos corporativos. En este sentido, las normas congresuales - NNCC, en adelante - recogen que la cohesión de MONDRAGON deberá venir apoyada, al menos, en una capacidad financiera que permita fomentar la creación de nuevos negocios y cooperativas, y la ampliación y reestructuración de los negocios de las cooperativas adheridas. Para ello, las cooperativas de MONDRAGON asumen un compromiso de aportación periódica de recursos a la reconversión de resultados y a los fondos corporativos, todos ellos regulados en las citadas NNCC.

⁴⁹ Como ocurrió en el caso de Irizar y Ampo en el 2008.

⁵⁰ <https://www.lagunaro.es/ataria2/presentacion-de-lagunaro-y-arogestion>

La reconversión de resultados es una operación que realizan todas las divisiones del área industria y distribución de MONDRAGON y consiste en poner en común parte de los resultados obtenidos en el ejercicio económico, positivos y negativos, y redistribuirlos nuevamente entre todos los integrantes. Esta operación tiene por objeto el desarrollo armónico de las cooperativas en cuanto a proteger la continuidad de los puestos de trabajo, a suavizar el impacto de los ciclos económicos en la generación de excedentes y homogeneizar la retribución del conjunto de personas socias mediante una aplicación más equitativa de retornos o extornos, garantizando criterios de equilibrio entre la eficacia empresarial y la solidaridad responsable; todo ello en virtud de conseguir cooperativas sólidas y competitivas que sirvan de garantía de desarrollo futuro (Art. 121 NNCC).

Además de la reconversión de resultados, las cooperativas que forman parte de MONDRAGON pueden recibir ayuda de los Fondos de intercooperación. Estos fondos se dotan a partir de un porcentaje de los beneficios generados anualmente y son administrados por instituciones corporativas como la Fundación Mondragon o Mondragon Inversiones (o equivalente divisional). Tal y como exponen en la Ponencia de Mondragon del futuro (MONDRAGON, 2016) el objetivo de los fondos gestionados por estas edos entidades es incentivar la aplicación de políticas y estrategias empresariales, dinamizar el desarrollo de los negocios de las cooperativas, apoyar nuevas promociones, fortalecer financieramente a las cooperativas, así como apoyar la reestructuración de los negocios, mitigando situaciones de dificultad transitoria a través de la compensación de pérdidas y ayudando a superar ciclos adversos. Afirman que a lo largo de los años estos instrumentos han permitido desarrollar la posición competitiva de las cooperativas por considerarlos un buen complemento financiero en multitud de proyectos de internacionalización, innovación y consolidación. Así, en esta misma ponencia se reafirma la necesidad de mantener conceptualmente los fondos de solidaridad que se gestionan desde la Fundación mientras que se comprometen a crear vehículos de inversión especializados a través de Mondragon Inversiones⁵¹.

La Fundación Mondragon es la entidad que canaliza la solidaridad en el grupo con el objetivo de promover el desarrollo de la economía social y la formación tecnológica, humana y social de las cooperativas de MONDRAGON. A estos fondos se les denomina Fondos de Cohesión y Desarrollo (FCD) y se nutren de una proporción de los resultados que aportan las cooperativas en forma de subvención y de un porcentaje de su COFIP, la contribución obligatoria para educación y promoción cooperativa y otros fines de interés público. Entre 1994 y 2018 el fondo ha contado con un total de 431,8 millones de euros que han ido a parar a los sub-fondos que aparecen en la Tabla 5, los cuales poseen objetivos más específicos.

Tabla 5. Aportaciones y aplicaciones de los Fondos de la Fundación Mondragon entre 1994 y 2018

Denominación del Fondo	Aportación	Aplicación
FDC – G (General)	97,9 M €	Compensación de pérdidas, Cooperativas en dificultades, Nuevas actividades o Proyectos corporativos.
FDC – IL (Implantación)	51,3 M €	Compensación de pérdidas, Análisis de viabilidad y

⁵¹ Los fondos gestionados por Mondragon Inversiones, por tener una concepción más financiera, se exponen en el apartado siguiente, relativa a las especificidades económico-financieras de las CTA de MONDRAGON.

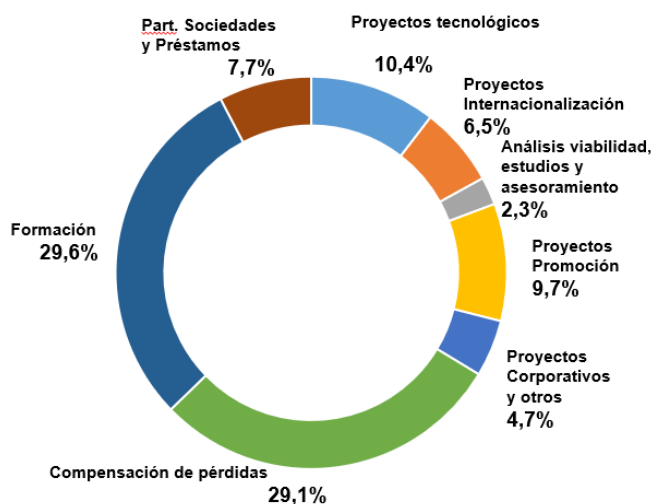
Denominación del Fondo	Aportación	Aplicación
Local) – CP (Centro de Promoción)		Centro de Promoción.
FDC – SC (Solidaridad Corporativa)	52,9 M €	Compensación de pérdidas.
FDC – FEPI (Fondo de Educación y Promoción Intercooperativa)	154,8 M €	Formación sociocooperativa y profesional, Proyectos de innovación aplicada y Otros proyectos.
Otros (Ingresos financieros, FRES, etc.)	74,4 M €	-
Total	408,1 M €	

Fuente: Mondragón Gestión Financiera. Plan de divulgación (2020)

Los beneficiarios de estos fondos (salvo el FEPI) son las cooperativas adheridas al grupo y existe una discriminación positiva de los recursos para aquellas calificadas como ESA (empresa en seguimiento y apoyo)⁵² con proyecto transformador, es decir, aquellas que presenten un proyecto rentable y sostenible a futuro, y que previamente haya realizado esfuerzos a nivel de anticipos o jornada. La solidaridad se canaliza mediante la compensación de pérdidas o la cofinanciación por parte de la Fundación, mediante préstamos participativos u ordinarios, las cuales se profundizan en el apartado siguiente, o, en su caso, subvenciones para la cobertura del coste externo del proyecto a financiar.

La aplicación y destino de la totalidad de los fondos gestionados por la Fundación Mondragon ha sido el que se muestra en el Gráfico 8:

Gráfico 8. Aplicación y destino de los principales fondos de la Fundación Mondragon durante el periodo 1994 - 2018



Fuente: Mondragon Gestión Financiera. Plan de divulgación (2020)

⁵² Las Empresas en Seguimiento y Apoyo (ESA) son aquellas cooperativas que durante dos ejercicios económicos incumplen las siguientes ratios: Ratio de independencia > 0,4, Gastos de personal / Valor añadido < 75%, Tasa de Rentabilidad Empresarial (TRE) > 5% y Deuda neta / EBITDA < 3,5.

Como se puede observar, la aplicación de estos fondos es coherente con los valores y principios básicos de MONDRAGON, destacando la formación y la compensación de pérdidas como destinos más relevantes (29,6% y 29,1% respectivamente) y también, aunque en menor medida, los proyectos tecnológicos (10,4%), los proyectos de promoción (9,7%), la participación en sociedades y préstamos (7,7%) y los proyectos de internacionalización (6,5%).

Por otro lado, están los Fondos de Expansión Corporativos (FEC), como se recoge en el artículo 128 NNCC, cuya finalidad consiste, con carácter general, en potenciar los proyectos empresariales, además de apoyar la expansión y crecimiento de las cooperativas de MONDRAGON. El objetivo de estos fondos es crear vehículos de inversión especializados en función de la tipología de inversiones a realizar, por lo que dada su finalidad financiera, se analizarán con mayor profundidad en el apartado posterior.

Por último, cabe comentar los aspectos financieros a los que emplazaba la Ponencia de Mondragon del futuro (2016), alineados directamente con el estudio que se está desarrollando:

- Impulsar un cambio cultural en las cooperativas en relación a su práctica financiera y ahondar en prácticas y criterios que permitan reforzar los recursos propios de las cooperativas.
- Emplear los excedentes obtenidos para reforzar los recursos permanentes de la cooperativa y no perjudicar la competitividad de los costos.
- Potenciar la identificación y obtención de fuentes de financiación alternativas (no bancarias) y definir los mecanismos y el modelo a través del cual deberán gestionarse las necesidades y sinergias de captación.

6.1. Especificidades económico - financieras de las cooperativas pertenecientes a MONDRAGON

Las cooperativas de MONDRAGON pueden ajustarse a cualquier régimen jurídico - autonómico, estatal o europeo - que les sea de aplicación siempre, respetando, los requisitos que se establecen en las Normas del Congreso que se encuentren en vigor. El principio básico que sustenta el régimen económico de las cooperativas del grupo reside en un equilibrio entre los derechos comunitarios e individuales con especial énfasis en la pervivencia de la sociedad, al reconocer en el artículo 91 NNCC el mandato de hacer lo necesario para entregar a las generaciones futuras un patrimonio socioempresarial mejorado y sostenible.

Por otro lado, el artículo 78.Dos NNCC contempla la posibilidad de que las cooperativas, además de las personas físicas socias trabajadoras o de trabajo, incorporen otras modalidades, tanto de personas físicas (personas socias usuarias, inactivas, temporales, colaboradoras, etc.) o jurídicas. En este último caso, con carácter minoritario, salvo que se trate de cooperativas o entidades compuestas mayoritariamente por otras cooperativas. Para ello, entre otras condiciones, deberán desembolsar la aportación obligatoria, las cuales integrarán el capital social de la cooperativa junto con las aportaciones voluntarias y los intereses, retornos o fondos de reserva voluntarios que hayan sido capitalizados.

En este sentido, el articulado relativo al capital social también recoge las condiciones que las aportaciones a capital deben cumplir para clasificar este elemento patrimonial como fondo propio, ya que el artículo 101 c) NNCC estipula que la cooperativa puede rehusar incondicionalmente cualquier solicitud de reembolso de la aportación, mientras que el 97.Uno establece la posibilidad, que no la obligación, de retribuir estas aportaciones dentro de los límites y condiciones legalmente establecidos.

Así, en estas cooperativas las aportaciones al capital social de las personas socias podrán devengar anualmente un interés bruto, fijado por la asamblea general, que no podrá superar ninguno de los siguientes límites:

- Un 7,5% anual bruto.
- Un % de la cifra de Resultados Brutos Ordinarios en función de las ratios a nivel consolidado recogidos en la Tabla 6.

Tabla 6. Condiciones para determinar el máximo de distribución del excedente a intereses de las aportaciones a capital

% sobre Resultado Bruto ordinario	Ratios
50%, si cumple las siguientes ratios	Tasa de Rentabilidad Empresarial (TRE) \geq al 9% Deuda financiera neta (DFN) / EBITDA ⁵³ \leq a 2,5 Ratio de independencia \geq a 1
40%, si cumple 2 de las siguientes 3 ratios	
25%, si no cumple al menos 2 de las siguientes ratios	

Fuente: Elaboración propia, art. 4. Uno NNCC (2020)

Esta retribución cuenta con una mayor restricción que la establecida por la Ley de Cooperativas de Euskadi, en la cual se establece la posibilidad de devengar un interés máximo igual al interés legal del dinero más 6 puntos, sin límite explícito sobre el resultado bruto ordinario que pueda destinarse a tal fin (exige la existencia de excedentes netos o reservas de libre disposición suficientes). Sin embargo, como las normas no obligan a la cooperativa a satisfacer este interés se puede concluir que, según se ha visto en el apartado del marco contable de las cooperativas, las aportaciones obligatorias al capital de las cooperativas de MONDRAGON se considerarán, en todo caso, como recursos propios de las sociedad, en línea con lo observado por Arenaza (2009).

Por otro lado, se acota la monetización de los intereses devengados en función de la evolución de la ratio de independencia financiera o de otras referencias de la situación y/o necesidades financieras de la cooperativa que, en ausencia de regulación estatutaria expresa, aplicarán la siguiente tabla:

Tabla 7. Condiciones para determinar el porcentaje máximo de monetización de los intereses devengados

Ratio de independencia	Porcentaje
$RI \geq 0,6$	100%
$0,6 > RI \geq 0,5$	75%
$0,5 > RI \geq 0,4$	50%
$0,4 > RI \geq 0,3$	25%

⁵³ EBITDA = Resultados antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones, por sus siglas en inglés (Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization).

Ratio de independencia	Porcentaje
0,3 > RI	0%

Fuente: Elaboración propia, art. 4. Uno NNCC (2020)

No obstante, cuando el nivel de anticipos de la cooperativa sea inferior o igual al 85% vigente o se abonen con cargo al fondo de reserva voluntario se tendrán que capitalizar en todo caso.

Las normas internas reconocen un papel importante al capital social en cuanto a la contribución que hace a la consolidación y desarrollo de la cooperativa y por ello, establecen que el principio general que prevalece en la disponibilidad de la aportación en los casos de baja debe residir en la necesidad de evitar la descapitalización de la cooperativa. Sin embargo, una vez aprobado el reembolso de las aportaciones estas se clasificarán en una cuenta de exigible diferente que recoja tal naturaleza, salvo que la persona socia o sus derechohabientes manifiesten explícitamente su voluntad de permanecer en la cooperativa como socia inactiva y su aportación permanezca en la cuenta de capital (art. 99 y 100 NNCC).

Como aspecto singular de las cooperativas de MONDRAGON en cuanto a la transferibilidad de la aportación, las normas regulan los traslados intercooperativos de las personas socias que causen baja en una cooperativa con alta simultánea en otra perteneciente a MONDRAGON. En estos casos se procede a trasladar íntegramente las aportaciones a la nueva cooperativa, no siendo necesario desembolsar la cuota de ingreso de la cooperativa de destino.

Por otro lado, con el fin de fortalecer la estabilidad del capital social y la diversificación financiera se faculta la inclusión en los estatutos de los mecanismos necesarios para permitir y fomentar la financiación de la cooperativa por parte de las personas socias y/o de otras figuras no incorporadas al capital social, como títulos participativos, obligaciones, préstamos, etc., asegurando que quedan claramente expresados los derechos, obligaciones y riesgos de los títulos o formas de participación (art. 96 NNCC).

Las normas congresuales también regulan las aportaciones de otro tipo de persona socia como es el de las socias institucionales, reconociendo que el régimen de transmisión, retribución, reembolso etc. se deberán establecer por libre pacto entre las partes. Las aportaciones podrán revestir cualquier forma de instrumento financiero recogido en las NNCC dando cabida a fines como la percepción de fondos de otra cooperativa de la división, de los fondos corporativos o de otras entidades de MONDRAGON que asistan a mejorar su estructura financiera. Las cooperativas que obtengan financiación por esta vía deberán aceptar la participación de estas instituciones en los órganos y, si las partes no estipulan lo contrario, remunerar las aportaciones con la misma retribución devengada para las aportaciones ordinarias de las personas socias de la cooperativa, así como a pactar las condiciones que deban producirse para que se proceda al reembolso.

Por otro lado, la determinación y distribución de los excedentes netos de las cooperativas de MONDRAGON también presentan ciertas peculiaridades. Estas empresas deben deducir de sus excedentes brutos, además de la cuota del impuesto de sociedades, los intereses de las aportaciones de las personas socias y la dotación del COFIP, los saldos netos resultantes de la reconversión de resultados y las aportaciones, como las

recepciones de los Fondos Corporativos en forma de subvención o aportación a fondo perdido para la determinación de los excedentes netos. A continuación, compensan las pérdidas de ejercicios anteriores, si es que las hay, y dotan conforme a la legislación vigente el fondo de reserva obligatorio. El resto del excedente pueden destinarlo a retornos cooperativos y a los fondos de reserva voluntarios siguiendo los criterios recogidos en sus propias normas.

Haciendo valer el pensamiento de Arizmendiarreta (pensamiento 521) de “cuanto mayor sea la autofinanciación, mayor será la dinámica de la empresa y más ambiciosos los fines que puede cumplir. Sacrificamos el presente al futuro, la persona a la colectividad” en 2018 se aprueba una modificación sustancial de las normas orientada a un mayor reforzamiento de los recursos propios y equilibrio entre el patrimonio individualizado y patrimonio común de la cooperativa; se modifican las reglas para hacerlas más restrictivas a favor de una dotación de recursos a la autofinanciación y en contra de la salida de capitales de retribución en favor de las personas socias. Así, el propio MONDRAGON al regular de esta forma el devengo y monetización de intereses y retornos convierte la asignación de más recursos a la reinversión y el refuerzo de la capitalización sostenida de la cooperativa en cuestiones de primer orden⁵⁴.

En esta modificación establecen que los retornos cooperativos podrán suponer un máximo entre el 10% y el 70% de los excedentes netos disponibles, no siendo indispensable destinar parte del excedente a este destino en concreto (Art. 109.Tres NNCC). La proporción máxima dependerá del cumplimiento de las mismas ratios estipuladas para el devengo de los intereses de las aportaciones antes comentado, salvo para las cooperativas que no cumplan al menos dos de dichas ratios, en cuyo caso les será de aplicación una Tabla de doble entrada donde la proporción máxima se establece en función de sus ratios de estabilidad patrimonial y cobertura del inmovilizado, tal y como se muestra en la siguiente Tabla:

Tabla 8. Condiciones para determinar el máximo de distribución del excedente en concepto de retornos

% sobre Resultado Bruto ordinario		Ratios				
70%, si cumple las siguientes ratios		Tasa de Rentabilidad Empresarial (TRE) ≥ al 9% Deuda financiera neta (DFN) / EBITDA ≤ a 2,5 Ratio de independencia ≥ a 1				
60%, si cumple 2 de las siguientes 3 ratios						
Tabla en función de las ratios de estabilidad patrimonial y cobertura del inmovilizado, si no cumple al menos 2 de las siguientes ratios:						
		80%≤E EP>=90%	70%≤EP<8 P<90%	60%≤EP 0%	EP<60% <70%	
CI>=60%		50	45	40	35	30
50%≤CI<60%		45	40	35	30	25
40%≤CI<50%		40	35	30	25	20
30%≤CI<40%		35	30	25	20	15
CI<30%		30	25	20	15	10

Fuente: Elaboración propia, art. 109.Tres NNCC (2020)

⁵⁴ Anteriormente a esta modificación también existían límites y criterios más exigentes que la LCE. Sin embargo, las modificaciones introducidas abogan por dedicar algo más a la autofinanciación de la empresa dotando mayores reservas, o por lo menos en cooperativas que se encuentren en situaciones patrimoniales no tan convenientes.

También existen restricciones para la monetización de dichos retornos. En este caso, el máximo de monetización será de hasta un 30% siempre que la cooperativa cumpla con las ratios estipuladas para destinar el 50% a retornos (Cobertura del inmovilizado \geq 60% y Estabilidad patrimonial \geq 90%), así como una ratio de independencia superior a 1. La graduación de la monetización, es decir, el establecimiento de criterios o límites entre el 0% y el 30% de la monetización, recae en las divisiones que podrán establecerlo en función de la situación de rentabilidad, perspectivas empresariales y otros parámetros económico-financieros que les afecten.

Las normas también recogen la posibilidad de la participación en resultados del personal asalariado, suponiendo las percepciones para estos carácter salarial y el resto del excedente neto se destinará a dotar fondos de reserva voluntarios, en principio, de carácter restringido, salvo en el caso de que la cooperativa opte por una menor distribución de retornos que el máximo permitido, en cuyo caso ese diferencial podrá destinarse a un fondo de reserva voluntario de libre disposición.

La diferencia entre uno y otro tipo de fondo de reserva voluntario radica en la aplicación que autorizan las normas de MONDRAGON. Los de naturaleza restringida sólo podrán utilizarse para la compensación de pérdidas pendientes de distribución (máximo 50% del fondo en un solo ejercicio) y para la amortización anticipada de participaciones de capital subordinadas o cancelación de préstamos participativos o subordinados. Por el contrario, aquellos fondos de reserva voluntarios de libre disposición podrán emplearse, además de los usos mencionados, para el devengo de intereses sobre las aportaciones a capital o a retorno cooperativo.

Por último, cabe mencionar como especificidad económico-financiera de las cooperativas de MONDRAGON la constitución y disposición de los fondos de intercooperación financiera distintos a los mecanismos para canalizar la solidaridad que se definen en el apartado anterior. En concreto, el Fondo de Expansión Corporativo (FEC) es el vehículo de MONDRAGON para intercooperar en la inversión y que puede tomar carácter divisional (FEDiv) en caso de decidir la división constituir el mismo de forma independiente y autónoma, o, interdivisional (FEI)⁵⁵. Por ello, el FEI, regulado en el artículo 129 NNCC, está constituido por las aportaciones en forma de inversión realizadas por las cooperativas de las divisiones que no han decidido constituir una FED del área industria y del área de distribución, además de aportaciones en forma de subvención de las mismas divisiones del área industria y del área financiera.

Mondragon Inversiones es una cooperativa de segundo grado encargada de gestionar, entre otros, los fondos destinados por las cooperativas al FEI y emplea los recursos preferentemente hacia la promoción de las cooperativas aportantes apoyando con carácter preferente proyectos de expansión y desarrollo, de innovación, de internacionalización y de puesta en marcha de nuevas actividades. Dando respuesta a la reflexión del Congreso de 2016, se estableció la necesidad de contar con vehículos de inversión especializados en función de la tipología de inversiones a realizar y, por tanto, distinguir entre: (i) Vehículos de inversión para proyectos de desarrollo, que permitan apalancar recursos externos que

⁵⁵ En la actualidad sólo dos divisiones han constituido Fondos de expansión divisionales: Grupo Ulma y Elevación y, por tanto, las cooperativas industriales del resto de divisiones, junto con las del área de distribución, son las que conforman Mondragon Inversiones.

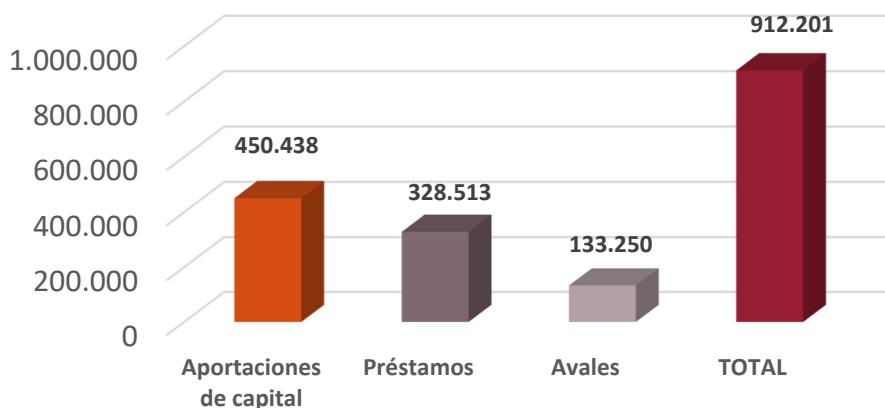
complementen las aportaciones a dicha entidad⁵⁶; y (ii) Mecanismos de reforzamiento financiero o resolución, de carácter más interno como el apoyo a cooperativas en dificultades.

Así, Mondragon Inversiones funciona bajo la premisa de constituir un vehículo solvente que protege el patrimonio de las sociedades que participan en esta entidad, otorgándoles una rentabilidad adecuada al riesgo que soportan mientras cumple su objeto social, que no es otro que el de facilitar el reforzamiento de los fondos propios de las cooperativas-socio aportantes. Para ello, disponen de límites máximos de participación de las cooperativas en el patrimonio neto de Mondragon Inversiones y viceversa. Las sociedades aportan capital en función del número de personas socias y suscriben aportaciones financieras subordinadas en función de los resultados positivos obtenidos en cada ejercicio. En el mismo sentido, también existen límites exigentes en el apoyo financiero de Mondragon Inversiones hacia sus cooperativas socias, ya que, aunque existan diferentes modalidades de apoyo financiero, preferentemente lo hacen aportando a capital y estas no pueden exceder de un porcentaje del patrimonio neto de la cooperativa apoyada, al objeto de no desnaturalizar la sociedad.

Las modalidades para canalizar la inversión y, por tanto, colaborar en la financiación de sus miembros a través de los fondos internos, son las aportaciones voluntarias de capital en cooperativas, las aportaciones de capital en filiales de cooperativas, los préstamos participativos cuya retribución será una parte fija y otra variable y los préstamos ordinarios.

Desde la propia Corporación reconocen que Mondragon Inversiones ha jugado un papel muy importante en el desarrollo de las cooperativas, habiendo resultado un buen complemento financiero en multitud de proyectos de internacionalización, innovación y consolidación, así como en proyectos de reforzamiento financiero de las mismas (MONDRAGON, 2020). Así, desde su origen esta institución ha realizado operaciones por 912 millones de euros, en su mayor parte en términos de aportaciones a capital como se muestra en el siguiente gráfico:

Gráfico 9. Volumen de operaciones realizadas por Mondragon Inversiones en el periodo de 1988-2018



Fuente: MONDRAGON Gestión Financiera. Plan de divulgación (2020)

⁵⁶ Actualmente se ha activado en Mondragon Desarrollo, fondo apalancado en el que también participan Gobierno Vasco y algunas entidades financieras, el cual tiene como fin invertir temporalmente en el capital de cooperativas del grupo mediante la figura de aportaciones financieras subordinadas

En conclusión, se puede advertir ciertos aspectos específicos que delimitan, dentro de las alternativas legalmente dispuestas, el marco jurídico y contable de las CTA que pertenecen al grupo. Por tanto, se pasa al siguiente capítulo en el que se realiza una revisión general del estado del arte, para a continuación analizar en particular, las decisiones de estructura financiera, las cuales suponen el epicentro de esta investigación.

CAPÍTULO III

Revisión del estado del arte

1. Introducción

Este capítulo tiene por objeto profundizar en un elemento relevante del diseño de investigación que propone Maxwell (2012): la revisión del estado del arte sobre el tema objeto de investigación. En él se examinan los elementos necesarios para entender la dinámica de la financiación de las sociedades cooperativas de trabajo asociado, a través de los fundamentos de las diferentes teorías e investigaciones científicas. Todo ello al objeto de ahondar en los aspectos clave de las decisiones de estructura financiera que conducirán el análisis posterior en el marco de los objetivos de investigación propuestos en el primer capítulo para esta tesis.

Así, en los siguientes apartados se contextualizan las decisiones sobre la financiación empresarial y se presentan las diferentes teorías financieras que han tratado de explicar su influencia en la determinación de la estructura financiera. Además, se incluye una revisión de los diferentes factores determinantes asociados a cada teoría financiera que, a lo largo de los años, han tratado de explicar la dinámica de la estructura de capital de las empresas, de forma teórica y empírica. Estudios como los de Harris & Raviv (1991) y Frank & Goyal (2009) muestran los avances más relevantes obtenidos por las investigaciones relacionadas con las decisiones de financiación de las empresas. Sin embargo, otros autores como Graham & Leary (2011) o Azofra & Rodríguez (2012) cuestionan como definitivos los resultados alcanzados y animan a explorar nuevas perspectivas que complementen los hallazgos obtenidos. No obstante, se presentan los resultados generales obtenidos hasta la fecha, incluyendo también el enfoque de la madurez de la deuda, al suponer que el endeudamiento a corto y largo plazo posee diferentes determinantes.

Además, tal y como se ha mencionado en el capítulo introductorio de esta tesis, casi la totalidad de las teorías y estudios basan sus preceptos en sociedades de capital y, por tanto, este análisis se amplía mediante la consideración de las especificidades de las cooperativas de trabajo asociado, estudiados en el capítulo segundo. Así, se consideran las múltiples singularidades identificadas respecto de las sociedades capitalistas para definir la influencia de estas en la determinación de la estructura financiera de la CTA.

Para ello, se realiza una revisión de los estudios teóricos y empíricos cuyo objeto de estudio son las cooperativas, con el fin de aportar un marco que permita dilucidar los elementos relevantes del comportamiento financiero de las cooperativas de trabajo asociado, así como los factores que pueden influir positiva o negativamente a la estructura financiera.

Por último, se recogen las conclusiones de este capítulo como preámbulo a los siguientes al identificar los aspectos clave que pueden ayudar a enfocar de una mejor manera las preguntas de investigación pertinentes para desarrollar esta tesis.

2. Las decisiones financieras en la empresa

Toda empresa que realice una actividad empresarial necesita invertir en diferentes activos, es decir, en bienes y derechos consecuencia de sucesos pasados y de los que se espera

que, en el futuro, se obtenga un beneficio económico. Estas inversiones generalmente se realizan a largo plazo e incluyen tanto activos materiales como intangibles, dando lugar a la estructura económica de la empresa. Por otro parte, la empresa necesita obtener fondos a través de los cuales financiar las inversiones, ya sean de fuentes internas como externas, y como consecuencia de la adopción de estas decisiones se va configurando su estructura financiera. En este sentido, De Miguel (1990) afirma que la empresa, en el transcurso de su actividad, debe hacer frente a tres clases de decisiones financieras:

- ⇒ Volumen y destino de las inversiones de la empresa o decisiones de inversión.
- ⇒ Volumen y origen de los recursos a utilizar o decisiones de financiación.
- ⇒ Volumen de los dividendos a distribuir o decisiones de dividendos.

Sin embargo, y aunque se consideren las interrelaciones existentes entre unas decisiones y otras, este análisis se centrará en las decisiones objeto de estudio en esta investigación: las decisiones de financiación. Estas decisiones son las que determinan la estructura de capital o estructura financiera de la empresa. Algunos autores, entre ellos Azofra (1987) señalan que los términos de estructura de capital y estructura financiera engloban distintos conceptos. Mientras que la estructura financiera abarca la combinación de todos los instrumentos financieros de la empresa, la estructura de capital hace referencia a las fuentes de financiación a largo plazo o permanentes. En nuestro caso, al igual que la mayoría de personas investigadoras en la temática, se utilizarán los dos términos indistintamente para aludir a la globalidad de recursos financieros de la empresa⁵⁷.

Existen múltiples definiciones de la estructura financiera de la empresa en la literatura. Azofra (1987) considera que la estructura financiera es el resultado del estudio conjunto de los orígenes y aplicaciones de recursos utilizados por la empresa. Brealey, Myers & Allen (2010) consideran que la estructura financiera es la combinación de diferentes títulos emitidos por una empresa. Salas (1993) la define como el reparto de fondos financieros entre deuda y recursos propios, tal como aparece en el patrimonio neto y pasivo del balance de situación de la empresa, mientras que Hall, Hutchinson & Michaelas (2004) incluyen un matiz de madurez de la deuda interesante, al delimitar la estructura financiera a la financiación total provista por varios recursos de fondos, agrupados como capital propio, deuda a largo plazo y deuda a corto plazo. Por último, Gómez, Piñol, Reig & Rodrigo (2006) indican que la estructura financiera es la composición del pasivo empresarial en cuanto a su distribución entre recursos ajenos y propios, denotada por la razón de apalancamiento.

Por tanto, se puede concluir que el término estructura financiera engloba la financiación empresarial clasificada mediante distintos criterios. Así, al objeto de responder a los objetivos de nuestra investigación se define dicho término como la combinación de los instrumentos financieros de la empresa como resultado de las decisiones financieras, sean recursos propios o ajenos y que se clasifican en el balance como patrimonio neto, pasivo no corriente o pasivo corriente.

⁵⁷ En el apartado 4.3 se introduce el enfoque de la madurez de la deuda, es decir, el efecto del distinto vencimiento del endeudamiento (largo plazo y corto plazo) por lo que en nuestro estudio no sería apropiado el empleo restrictivo del término estructura de capital.

Las diferencias más relevantes de los términos fondos propios y fondos ajenos de cualquier empresa, más allá del criterio contable actual estudiado en el capítulo anterior, son los siguientes:

Los fondos propios (FFPP) comprenden los instrumentos financieros cuyos derechos sobre los flujos de efectivo de la empresa sean residuales. En general, los fondos propios los integran las emisiones de instrumentos de patrimonio neto tales como acciones, participaciones o títulos análogos y la autofinanciación de la empresa. Los tenedores de estos títulos se consideran como personas socias, accionistas o propietarias y, generalmente, ejercen control sobre la administración del negocio⁵⁸. Además, poseen, en la mayoría de los casos, derechos económicos y sociales como el derecho a asistir, votar e impugnar acuerdos en la Junta General, derecho a recibir dividendos, y derecho de información o de tanteo, como ocurre en el caso de derechos de suscripción preferente.

Para los poseedores de estos títulos, la adquisición supone una inversión y esperan obtener de ella una retribución que, normalmente, se realiza en forma de dividendos (o equivalente) y/o una ganancia patrimonial por la revalorización de los instrumentos en el momento de la enajenación. Las remuneraciones no están reconocidas contractualmente y, en general, los rendimientos obtenidos de estos títulos no son conocidos en el momento de la suscripción. Esta incertidumbre hace que la personas socia o propietaria asuma un riesgo, debido a que las empresas no tienen la obligación de repartir dividendos (bien por no obtener beneficios, o bien por haber decidido reinvertir los resultados obtenidos), ni tiene porqué revalorizarse (puede mantener su valor o incluso ser inferior al del momento de su compra). Por el contrario, retener los beneficios empresariales es una fórmula de autofinanciación, la cual se incorporan en una magnitud que se conoce como reservas de la empresa (fondos de reserva en cooperativas).

Desde el punto de vista de la empresa, ambas alternativas de recursos propios, capital y reservas, son fondos que tienen un coste variable, difícil de valorar y diferente en función de cada tipo de fondo. En cuanto al capital propio, su coste dependerá de las expectativas de riesgo de las personas propietarias, mientras que los fondos de reserva, al constiuir una opción de cobertura ante el riesgo de insolvencia, presentan un coste de oportunidad, si bien no poseen coste explícito alguno.

Salvo alguna excepción, como las acciones rescatables, estos instrumentos financieros acostumbran a tener plazo de amortización, por lo que forman parte de los fondos permanentes de la empresa y poseen un periodo de vida indeterminado.

Además, no tienen prioridad en situaciones concursales y sólo se reembolsan en caso de liquidación de la sociedad, es decir, en el orden de prelación de los créditos las personas socias o propietarias se sitúan en último lugar y participan del reparto del haber líquido. Ocurre algo similar con los remanentes del ejercicio económico, en el que la empresa está obligada a satisfacer en primer lugar la retribución de los instrumentos de pasivo, y sólo

⁵⁸ Para simplificar, se denomina a los tenedores de estos instrumentos como personas propietarias, al constituir un concepto más amplio que el de accionista y englobar así otras formas jurídicas aparte de la sociedad anónima; o bien personas socias, por corresponderse con las propietarias de las sociedades cooperativas, objeto de estudio de esta tesis.

después y si aun queda resultado en exceso, se remuneran los instrumentos de fondos propios; a no ser que los y las propietarias decidan repartir resultados contra reservas de libre disposición.

En cambio, los fondos ajenos (FFAA) comprenden cualquier instrumento de financiación cuyos derechos sobre los flujos de caja de la empresa están determinados contractualmente. Existen títulos de deuda muy diversa en el mercado y con múltiples posibilidades: deuda a corto plazo o a largo plazo, con interés fijo o variable, en euros o en otra divisa, preferente o subordinada, garantizada o no, sencilla o convertible, etc. y, de hecho, cada vez son más los instrumentos diseñados con distintas características para responder a las exigencias del mercado.

En estos casos, las empresas se comprometen, en general, a realizar un pago periódico de intereses y a devolver el capital prestado temporalmente en un plazo pre-establecido. No obstante, al contrario que en los fondos propios, las obligaciones respecto a las personas acreedoras son conocidas en el momento de contraer la deuda e independientes a la existencia de beneficios (excepto los préstamos participativos), además de tener un periodo de vida determinado. Normalmente, las empresas cumplen debidamente, pero en situaciones extraordinarias pueden encontrarse en situaciones de dificultad financiera, al no satisfacer los intereses o la devolución del capital. Llegado al extremo y si la empresa no pudiera asumir las obligaciones contraídas, entraría en una situación concursal.

Además, esta financiación goza de un trato preferencial en cuanto al cobro de su retribución frente a las posibles remuneraciones que se pudieran realizar a los fondos propios, que son residuales de los remanentes del ejercicio económico antes comentado. Así mismo, y a diferencia de la mayoría de los casos de financiación propia, los intereses de la financiación ajena presentan una deducción fiscal en el impuesto que grava los beneficios empresariales.

Por otro lado, este tipo de financiación no otorga al acreedor ningún derecho ni económico ni social comparable a los que otorgan los instrumentos de fondos propios, como el de participar en los resultados de la sociedad, o el de asistir e incluso votar en las juntas generales donde asisten las personas propietarias. Sin embargo, algunos instrumentos de pasivo pueden incorporar cláusulas, llamadas *covenants*, que pueden condicionar otro tipo de decisiones como la política de inversiones o de dividendos de la empresa. Pero, además, las empresas que obtienen este tipo de financiación pueden soportar un mayor control externo por la parte acreedora, ya que estos desean asegurar el cobro de sus créditos, si bien las personas acreedoras, a lo sumo, pueden tener un rol pasivo en la administración de la sociedad.

Por la evolución que ha sufrido el mercado de capitales, en los últimos años, se han ido desarrollando títulos de naturaleza híbrida, que combinan características tanto de fondos propios como de fondos ajenos, como son las obligaciones convertibles en acciones o la deuda subordinada; instrumento financiero éste último que pueden emplear las cooperativas y que se ha analizado en el capítulo anterior.

En conclusión, se puede decir que las diferencias principales entre los instrumentos de uno y otro tipo, en las sociedades mercantiles como en las sociedades cooperativas, son las siguientes:

Tabla 9. Diferencias entre Fondos propios y ajenos

Fondos propios	Fondos ajenos
Comprenden los instrumentos financieros cuyos derechos sobre los flujos de efectivo de la empresa sean residuales.	Comprenden cualquier instrumento de financiación cuyos derechos sobre los flujos de caja de la empresa están determinados contractualmente.
Otorgan condición de personas socia o propietaria y estos asumen un riesgo.	Otorgan la condición de acreedor. Múltiples instrumentos (diversidad).
Conceden derechos políticos como derecho al voto, a recibir información y ejercer control.	No conceden derechos políticos, excepto los reconocidos contractualmente.
Ofrecen derechos económicos; en general, participación en la distribución de resultados (cuando así se decida). No se conocen en el momento de la suscripción.	La retribución está pactada desde el momento de la suscripción. En general, pago periódico de intereses y devolución de capital.
En general, no tienen vencimiento hasta la liquidación de la sociedad y en el orden de prelación de créditos ocupan el último lugar.	El vencimiento está recogido contractualmente y tienen prioridad en la liquidación del haber social.

Fuente: Elaboración propia

Por lo tanto, se puede afirmar que la distinción entre recursos propios y ajenos es un criterio relevante y útil en la toma de decisiones de financiación por los efectos que uno y otro tienen en el devenir de la empresa. Sin embargo, esta investigación se centrará en las decisiones relativas a la política de financiación, es decir, en la determinación de la combinación adecuada de dichos recursos, dejando de lado aquellas que para Haley & Schall (1979) son relativas a la selección de medios concretos que permiten financiar el presupuesto de capital, es decir, el instrumento específico mediante el cual obtener los fondos necesarios. Por ello, se definen las decisiones de estructura financiera como aquellas decisiones derivadas de la selección de los instrumentos financieros de fondos propios o fondos ajenos para cubrir las necesidades financieras de la empresa.

Como comenta Maldonado (2013), la combinación de financiación propia y ajena responde no sólo a las necesidades o a los proyectos de inversión de la empresa, sino que también a una serie de limitaciones propias de cada entidad como son la capacidad de generación de recursos, la capacidad de apalancamiento, la situación de sostenibilidad financiera o los objetivos del colectivo de propietarios e inversores. Por ello, se suele considerar que la elección de una estructura financiera determinada debe poseer como objetivo fundamental garantizar una solvencia suficiente mientras se obtiene la máxima valoración de la empresa. Sin embargo, no existe un modelo estándar y la comunidad científica se ha afanado por proponer diferentes teorías que tratan de explicar de forma razonada los patrones de financiación de las empresas en un sentido amplio, como se estudia en el siguiente apartado.

3. Las teorías sobre decisiones de estructura financiera en las empresas

La determinación de la estructura de capital de la empresa ha sido un tema ampliamente estudiado en el campo de las finanzas. Las primeras aproximaciones a la resolución de esta cuestión se basaron en el estudio de la relación entre el valor de la empresa y el coste de capital de sus fuentes de financiación, de tal forma que planteaban la existencia de una estructura financiera óptima en la combinación de deuda y fondo propio que hacía minimizar el coste de capital medio ponderado; estructura financiera que, en consecuencia, maximizaba el valor de la empresa. A este enfoque se le conoce como el enfoque tradicional, en el que se enmarcan trabajos pioneros como el de Graham & Dodd (1940), Durand (1952), Guthmann & Dougall (1955) o Schwartz (1959) basados en escenarios de mercados perfectos.

Sin embargo, Merton Miller y Franco Modigliani publicaron en 1958 un trabajo teórico que ha marcado un antes y un después en el estudio de las decisiones de estructura financiera y cuya relevancia ha perdurado hasta hoy en día. Estos autores demostraban que, bajo las condiciones de un mercado de capitales perfecto, la política de endeudamiento es irrelevante, por lo que el valor de la empresa es independiente de la estructura financiera que posea la sociedad (Modigliani & Miller, 1958).

Dicho de otro modo, señalaron que, bajo determinadas circunstancias, el valor de la empresa viene determinado por sus decisiones de inversión y no por el coste de capital que supongan las fuentes empleadas para su financiación. Por esta razón, a esta teoría se la conoce como la tesis de irrelevancia y presenta una postura sobre el efecto del endeudamiento en el valor de la empresa totalmente opuesto a los trabajos incluidos en la teoría clásica.

La mayoría de las críticas que recibe esta teoría se originan en el gran número de supuestos teóricos que debe cumplir el modelo para poder confirmarse, por lo que posteriormente, comienza un periodo donde las investigaciones identifican las denominadas imperfecciones y, por tanto, relajan dichos condicionantes al objeto de mejorar los modelos que explican cómo se financian las empresas y si dichas decisiones son, o no, relevantes para determinar su valor. Por todo ello, a esta teoría se la considera como el punto de partida de las teorías modernas más relevantes que tratan de explicar la estructura financiera de las empresas.

En este sentido, fueron los mismos Modigliani y Miller los primeros en introducir correcciones al modelo, mediante la consideración del efecto del impuesto de sociedades (Miller & Modigliani, 1963) o el efecto conjunto, que también incorpora la influencia de la imposición personal (Miller, 1973). Otros autores demostraron que el efecto fiscal es parcial al existir otras fuentes de ahorros fiscales distintos a la deuda (DeAngelo & Masulis, 1980) o por el efecto clientela (Kim, 1982; Modigliani, 1982). Por otro lado, también se han publicado trabajos que incorporan los definidos como costes de dificultades financieras (Stiglitz, 1969; Kraus & Litzenberger, 1973; Kim, 1978; Altman, 1984) y el enfoque de la teoría de la agencia, principalmente desarrollado en los trabajos de Jensen & Meckling

(1976), Myers (1977) y Jensen (1986). Así, poco a poco ha ido erigiéndose la teoría del *trade-off*, la teoría que defiende la existencia de una estructura financiera óptima que compensa los costes y beneficios del empleo de la deuda.

Sin embargo, y en contraposición a la teoría del *trade-off*, estudios como el de Myers & Majluf (1984), basados en un trabajo anterior de Donalson (1961), comenzaron a defender posturas que niegan la existencia de una estructura financiera óptima, dando lugar a la teoría del *pecking order*. Esta teoría considera que las empresas optan por emplear las fuentes de financiación disponibles en un orden preferente que tiene en cuenta los problemas de asimetría informativa (Myers, 1984). En esta posición también se encuadran las investigaciones de Krasker (1986) o Narayanan (1988).

Asímismo, otros enfoques que han aportado a la literatura para comprender la dinámica de la financiación empresarial son la teoría económica de la información, al considerar la aversión al riesgo del directivo (Leland & Pyle, 1977) o la teoría de la señalización (Ross, 1977; Poitevin, 1989; Robert Heinkel, 1982; John, 1987).

Por su importancia, en los próximos apartados se irán presentando las teorías que se acaban de enumerar y, aunque de sobra conocidas, nuestro objetivo al repasarlas es detectar las claves que orienten la posterior reflexión sobre si sus preceptos y resultados son aptos para explicar el comportamiento financiero de las sociedades cooperativas de trabajo asociado.

3.1. Las teorías sobre decisiones de estructura financiera en las empresas

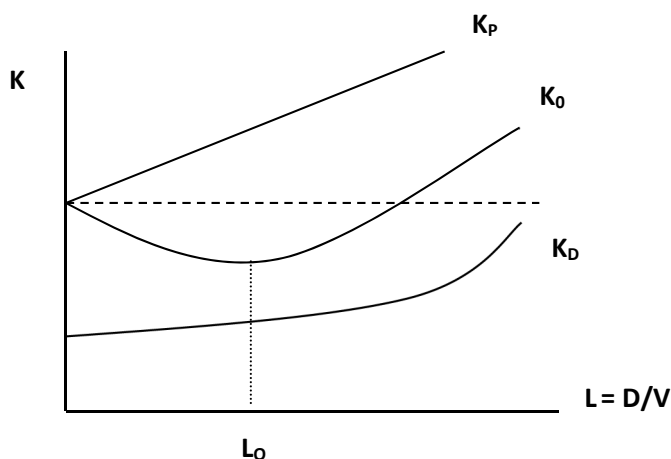
3.1.1. La tesis tradicional

El enfoque tradicional se asienta sobre el planteamiento de la existencia de una estructura de capital óptima basada en la maximización del valor de la empresa producida a consecuencia de la minimización del coste de capital, defendida en los trabajos pioneros que se citan en Rivera (1998) como el de Graham & Dodd (1940), Durand (1952), Guthmann & Dougall (1955) o Schwartz (1959). Básicamente, su razonamiento consiste en estimar la deuda como una fuente de financiación menos costosa que los recursos propios, por el mayor riesgo que soportan las personas propietarias frente a las personas acreedoras financieras. Definen el coste de capital medio ponderado (K_0) como el coste conjunto de las diferentes fuentes de financiación de la empresa y consideran que tanto el coste del capital propio (K_P) como el coste de la deuda (K_D) son crecientes respecto al endeudamiento.

Dicha función del coste de capital medio alcanza un punto mínimo debido al comportamiento de la rentabilidad esperada de la deuda (K_D) y la rentabilidad esperada del capital propio (K_P). Por tanto, a medida que la empresa va incrementando el nivel de endeudamiento (L), calculado como el cociente entre las deudas (D) y el valor de la

empresa (V), el coste medio ponderado tiende a reducirse, alcanzándose el nivel óptimo (L_0) cuando se igualan los ahorros producidos por el incremento en el uso de la deuda con el aumento del coste de los fondos propios, tal y como se muestra en el gráfico siguiente:

Gráfico 10. El Coste de capital medio ponderado (K_0) en función del endeudamiento



Fuente: Sesto (2000)

Por tanto, el L_0 representa la ratio de endeudamiento en el que se maximiza el valor de la empresa y, en consecuencia, los defensores de esta teoría consideran a esta combinación de fondos propios y ajenos como la estructura de capital óptima de la empresa.

Sin embargo, se trata de una teoría superada y descartada en la literatura científica. En este sentido, Vendrell (2008) comenta que es un trabajo descriptivo que adolece de un cuerpo teórico y matemático suficientemente riguroso para ayudar a la toma de decisiones por parte de las empresas.

3.1.2. La teoría de la irrelevancia

La Teoría de la Irrelevancia de la estructura de capital sobre el valor de la empresa desarrollada por Modigliani & Miller (1958) constituye el estímulo sobre el que se ha construido la base de la teoría contemporánea actual sobre la materia (Harris & Raviv, 1991). Su éxito se debe a un sólido desarrollo teórico realizado bajo unas hipótesis de partida concretas, aunque este hecho provoca que sus conclusiones hayan sido refutadas más tarde de forma evidente.

Las hipótesis de partida son, según De Miguel (1990):

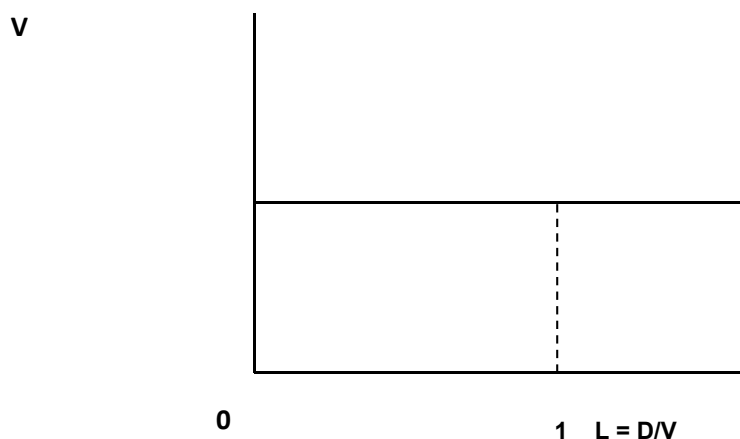
- 1) Un modelo basado en condiciones de mercados perfectos, lo que para Haley & Schall (1979) supone que los mercados son competitivos, al poseer los títulos sustitutos perfectos, no existir costes de transacción ni de dificultades financieras, que las expectativas de los inversores sean homogéneas y que todos tengan acceso al mercado en igualdad de condiciones y acceso, sin coste alguno, de la información.
- 2) Un resultado futuro de explotación incierto y constante durante la vida de la empresa que puede representarse mediante una variable de carácter subjetiva.

- 3) Las empresas operan sin impuestos y el impuesto que grava la renta de las personas físicas es neutral.
- 4) Las empresas pueden agruparse en clases de riesgo o rentabilidad equivalente.

Miller & Modigliani (1958), bajo esta realidad ajustada y restrictiva, proponen que la modificación de su estructura de capital no altera el valor de la empresa, sino que sólo depende del beneficio generado por sus activos. Argumentan que dos empresas con igual resultado de explotación han de poseer el mismo valor de mercado siempre y cuando los inversores puedan endeudarse o prestar en las mismas condiciones que la empresa y, por tanto, asumen el mismo riesgo y rentabilidad, relativo al beneficio obtenido mediante los activos de la sociedad.

Por tanto, considerando V como el valor de la empresa y D la deuda emitida, estos autores representan la relación entre la política de endeudamiento (D/V) y su valor como se muestra en el siguiente gráfico:

Gráfico 11 Valor de la empresa en función de la ratio de endeudamiento



Fuente: Miller & Modigliani (1958)

De esta forma, concluyen que K_0 , el coste de capital medio ponderado, es constante e independiente del tipo de financiación que emplea la empresa y, en consecuencia, dichos autores dicen que no existe un nivel mínimo de coste de capital que haga máximo el valor de la empresa. Como argumentan que los flujos de caja que genera la empresa dependen de los activos de la sociedad y no de la forma en que las inversiones se financian, la relación de fondo propio y ajeno de la empresa no afecta a su capacidad de generación de dichos flujos de caja, sino que sólo influirá en el reparto de dichos flujos de caja entre sus inversores, sean accionistas u obligacionistas.

Aunque la divulgación de estas conclusiones supusieron una revolución en el campo de las finanzas, esta teoría no queda exenta de críticas y, a partir de su publicación proliferaron numerosas investigaciones que trataron de relajar las múltiples condiciones iniciales de mercados perfectos llegando a posiciones de relevancia de la estructura de capital. Por ejemplo, autores como Stiglitz (1969), Fama (1978), Senbet & Taggar (1984) y Azofra & Fernández (1999) se centran en criticar las hipótesis de partida del modelo y sus limitaciones. Además, Harris & Raviv (1991) cuestionan sus bases de forma empírica, al constatar que las estructuras de capital de las empresas de un mismo sector presentan

similitudes entre sí y perduran en el tiempo, lo cual contradice la postura de irrelevancia defendida por Miller & Modigliani (1958) ya que, de ser así, deberían observarse unos niveles de endeudamiento más aleatorios.

Por tanto, todos estos estudios concluyen, de una manera u otra, que la política de endeudamiento de la empresa tiene importancia, por lo que la mayoría de las investigaciones que sucedieron a Harris & Raviv (1991) se centraron en acercar el modelo a la realidad empresarial, al introducir nuevas condicionantes para interpretar su efecto sobre el valor empresarial. A continuación, se presentan las aportaciones de autores y conclusiones más significativas, comenzando por la propia “corrección” que publicaron Miller & Modigliani en relación con el impuesto de sociedades.

3.1.3. La teoría fiscal

Tras las críticas suscitadas, Miller & Modigliani (1963) reformulan el modelo anterior, incluyendo el efecto de la imposición empresarial, mientras mantienen el resto de hipótesis de mercado perfecto inalterables, antes comentadas. Esta circunstancia cambia radicalmente las conclusiones obtenidas, al presentar la composición de la estructura financiera que comprende el efecto fiscal como elemento totalmente relevante en la determinación del valor de la empresa. Así, el sistema impositivo pasa a ser una imperfección clave y un factor importante en la adopción de decisiones relativas a la política de financiación de la empresa.

Al considerar el impuesto que grava el beneficio empresarial, demuestran que la financiación mediante deuda cuenta con una ventaja importante frente a la financiación vía fondos propios, debido a la deducibilidad de los gastos financieros para el cálculo de la base imponible del impuesto. En cambio, las retribuciones de los instrumentos de patrimonio como los dividendos o la retención de los beneficios en forma de reserva, no disfrutan de la misma naturaleza deducible en el impuesto. Por tanto, el uso de la deuda proporciona un ahorro fiscal a la empresa, al satisfacer una menor cuota a la Hacienda pública y, por tanto, un mayor resultado del ejercicio, lo que aumenta el valor de la empresa.

Según Piñol (2006) el efecto del impuesto se manifiesta en la parte de la renta que la empresa satisface a favor de Hacienda en relación con el beneficio bruto generado y, otro parcialmente compensatorio del anterior, que permite a la empresa deducir de su factura fiscal una proporción del interés correspondiente a la financiación ajena. Por tanto, el ahorro fiscal se materializa en la proporción de tipo impositivo aplicado a los gastos financieros soportados por la empresa. Así, dos empresas con el mismo resultado de explotación y riesgo económico, pero diferente estructura financiera donde una cuenta con más deuda que otra, aquella que posea más volumen de deuda tendrá una mayor valoración debido al mayor ahorro fiscal en términos absolutos que supone el menor pago de impuestos.

Se estima que el valor de una empresa que emplea una estructura mixta de recursos propios y deuda es una función lineal en la que a medida que se incrementa el endeudamiento, aumenta el volumen de la deducción fiscal, siguiendo el siguiente esquema:

$$\text{Valor de la empresa} = \text{Valor de la empresa no endeudada} + \text{Valor actual de los ahorros fiscales esperados } (t \times D)$$

Donde el valor de la empresa no endeudada corresponde al valor de la empresa financiada exclusivamente con recursos propios; t es el tipo impositivo que grava el impuesto sobre los beneficios de las empresas y D es el volumen de deuda⁵⁹.

El valor máximo de esta función se obtiene en el punto donde el endeudamiento alcanza el máximo de deuda (hasta el 100%) que la empresa puede sostener. Ciertamente, los mayores gastos financieros podrían consumir la base imponible positiva antes de alcanzar esta situación; sin embargo, las bases imponibles negativas también generan un derecho a compensar a futuros ejercicios fiscales y, por tanto, también incrementarían el valor de la empresa, aunque de forma distinta.

Sin embargo, una estructura financiera integrada básicamente por endeudamiento no convence a la comunidad investigadora y, por ello, se suceden trabajos que como los de Titman & Wessels (1988) y Fama & French (1998), los cuales desarrollan analíticamente este modelo con mayor profundidad. Así, estiman el valor de la empresa y el tamaño de la deducción fiscal a través de la comparación del valor de una empresa con deuda y otra no endeudada y concluyen que, para respaldar las hipótesis, debe existir una relación positiva entre el tipo impositivo y el valor de mercado de los instrumentos de financiación ajena. Sin embargo, Breaaly & Myers (2003) comentan que la política de financiación óptima resultante de este modelo es exageradamente radical y, por tanto, puede indicar la existencia de otros tipos de imperfecciones que contrarresten los niveles elevados de endeudamiento como estructuras financieras óptimas, como se aprecia a continuación.

Existen otros estudios que amplían la concepción del efecto fiscal, introduciendo además de los impuestos corporativos, aquellos que gravan la renta percibida por los inversores. El tratamiento fiscal de la retribución obtenida por la inversión en los instrumentos financieros de uno u otro tipo es distinto y, por tanto, como comenta De Miguel (1990) la estructura fiscal no es neutral respecto de las decisiones financieras de las empresas. En la mayoría de los sistemas tributarios occidentales la imposición personal otorga un trato más favorable a la tenencia de instrumentos de patrimonio neto, ya sea por deducciones o bonificaciones que gozan los dividendos empresariales. Además, las ganancias patrimoniales generadas como consecuencia del incremento de valor de dichos títulos tienen una menor tributación y adicionalmente, se produce un diferimiento de su tributación al momento en el que efectivamente se produce la transmisión.

Bajo estas premisas Miller (1977) propone que el valor de los distintos tipos de gravamen de las rentas provenientes de los fondos ajenos y de los fondos propios pueden determinar la elección de uno u otro instrumento para la financiación empresarial. Así, desarrolla un modelo, conocido como el equilibrio de Miller, en el que considera que el tratamiento fiscal de los inversores es heterogéneo en cuanto a que cada uno de ellos presenta un tipo marginal distinto, cuyo objetivo pasa de la minimización de los impuestos empresariales a la minimización de todos los impuestos abonados por la renta corporativa. Así, concluye que al considerar el efecto conjunto de los impuestos la estructura financiera es irrelevante

⁵⁹ Concretamente la fórmula del ahorro fiscal sería $(t \times K_i \times D) / K_i$, siendo K_i la tasa de actualización de las rentas sin riesgo y D , el valor de mercado de la deuda.

como fuente de valor para la empresa a nivel individual, aunque relevante para el conjunto de empresas de un mismo sector empresarial.

Kim (1982), apoyándose en este modelo, desarrolla un trabajo en el que repasa en el efecto clientela, donde las empresas sin deuda o con poco endeudamiento atraen a inversores que soporten tipos impositivos altos, mientras que aquellos con tipos impositivos bajos muestran interés por empresas con un alto endeudamiento. Así, y como exponen Green & Hollifield (2003), la consideración de los impuestos que gravan la renta personal reduce o compensa la ventaja fiscal de la deuda que producen los impuestos corporativos en el valor de la empresa, por la exigencia de una mayor rentabilidad por parte de los inversores al haber sido perjudicados en su factura fiscal personal.

Por otro lado, De Angelo & Masulis (1980) estudian el efecto que poseen ciertos elementos reductores de la carga fiscal, distintas a la deducibilidad de los intereses de la deuda como pueden ser otros conceptos deducibles (como la amortización y las provisiones), las deducciones por inversiones, los proyectos de investigación y desarrollo (I+D), etc., denominados por estos autores como escudos fiscales alternativos a la deuda. Según Sogorb (2002) en ese modelo todas las alternativas de deducción tributaria posibilitan intercambiar el empleo de la deuda por razones fiscales, de tal manera que, en equilibrio, cada empresa posee una única estructura de capital óptima. En su opinión, este hecho adquiere mayor relevancia en el estudio de la estructura de capital de las PYME, al existir en el sistema tributario deducciones fiscales alternativas específicas a este tipo de sociedades. De cualquier manera, la ventaja fiscal de la deuda sólo puede ser efectiva si la empresa cuenta con beneficios gravables suficientes o beneficios futuros relativamente seguros.

Otros autores, en cambio, estudiaron la consideración de otras imperfecciones de los mercados con el fin de acercar el modelo de Miller & Modigliani (1958) a la realidad, como los costes de dificultades financieras, los cuales se pasa a analizar a continuación, dentro del apartado correspondiente a la teoría del *trade-off* o teoría del equilibrio estático.

3.1.4. La teoría del equilibrio estático o *trade-off*

Bajo esta teoría, las personas investigadoras contemplan una nueva fricción del mercado para explicar la estructura de capital de las empresas al suponer que la utilización de la deuda también comporta una serie de costes a los que denominan como costes de dificultades financieras (Kim, 1978; Kraus & Litzenberger, 1973).

Las empresas presuponen que, en el desarrollo normal de su actividad, van a contar con la liquidez suficiente para atender en volumen y plazos las obligaciones contraídas. No obstante, en situaciones extraordinarias pueden presentar dificultades para liquidar todas sus deudas en los vencimientos pactados, pudiendo la empresa entrar en concurso de acreedores⁶⁰. En este sentido, la entrada en concurso o la posibilidad de que tenga

⁶⁰ Término actual que abarca tanto la quiebra empresarial como la suspensión de pagos.

dificultades financieras derivadas del endeudamiento, puede originar para la empresa costes de dificultades financieras de dos tipos, explícitos e implícitos.

Según Altman (1984) los costes explícitos son aquellos de naturaleza legal, contable o administrativo que supongan un desembolso hacia terceras personas distintas de las acreedoras y las propietarias. Los costes implícitos, en cambio, son aquellos ocasionados por la percepción del mercado como consecuencia del deterioro de su competencia y que se traducen en una disminución de valor para la empresa, aunque no impliquen salida de recursos. Pese a que no son sencillos de cuantificar, los costes implícitos incluyen conceptos como la minoración de las ventas o el empeoramiento de las condiciones de compra asociados a la pérdida de imagen, el endurecimiento de las condiciones financieras o las mayores exigencias por la pérdida de confianza, los problemas para la retención de talento clave, etc. Barclay & Smith (1999) tratan de cuantificar dichos costes, concluyendo que si bien los costes explícitos son relativamente bajos respecto al valor de mercado de la empresa, los costes implícitos pueden llegar a ser más elevados, e incluso mayores, cuanto mayor sea la probabilidad de insolvencia (Moreno, 1985).

El riesgo financiero y los costes asociados al mismo reducen el valor de la empresa y por tanto, la probabilidad de dificultades financieras puede hacer que las empresas decidan frenar su endeudamiento (Kraus & Litzenberger, 1973; Scott, 1976; Kim, 1978; De Angelo & Masulis, 1980; Bradley *et al.*, 1984; Mackie-Mason, 1990a; Chirinko & Singha, 2000). Por tanto, el efecto de dichos costes contrarresta la ventaja fiscal del empleo de la deuda, ya que a medida que la empresa vaya aumentando sus deudas se incrementan tanto sus deducciones fiscales como los costes asociados a las dificultades financieras (Bradley *et al.*, 1984; Frank & Goyal, 2009; Shyam-Sunder & Myers, 1999).

Por ello, este planteamiento más acorde a la realidad, introduce otra de las ineficiencias del mercado: la posibilidad de que la empresa tenga dificultades financieras derivadas del endeudamiento. Por tanto, da lugar a la formación de una nueva teoría de la estructura de capital en la que se consideran tanto las ventajas como los inconvenientes del uso del endeudamiento, conocido como teoría del equilibrio estático o *static trade-off* (Myers, 1984). Este autor defiende la existencia de una estructura financiera óptima u objetivo, en el punto donde se maximiza el valor de la empresa como consecuencia de equilibrar los aspectos que favorecen y desincentivan el empleo de la deuda como instrumento de financiación.

En este caso, se define el valor de la empresa de la siguiente manera, considerando que se financia con un mix de recursos propios y ajenos⁶¹:

$$\text{Valor de la empresa} = \text{Valor de la empresa no endeudada} + \text{Valor actual de los ahorros fiscales} - \text{Valor actual de los costes de dificultades financieras}$$

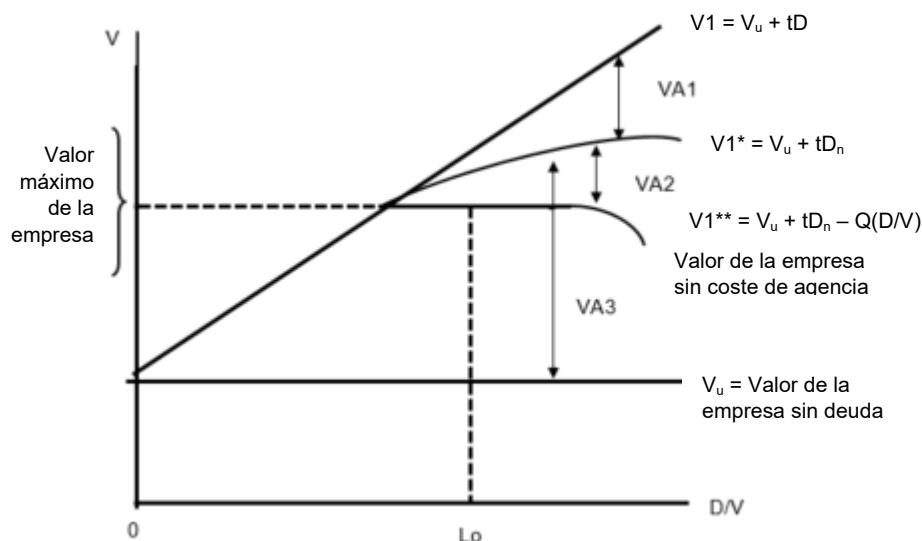
Donde el valor actual de los costes de dificultades financieras es igual a Q (costes de insolvencia) multiplicados por la razón (D/V), al ser una función creciente respecto de la ratio de endeudamiento. Así, la estructura de capital óptima se obtiene cuando las ventajas

⁶¹ Continuación de la ecuación analítica de la página 123 de este mismo capítulo, en la cual sólo se incluye el efecto fiscal corporativo.

impositivas del endeudamiento se compensan con los inconvenientes de la misma, los costes de dificultades financieras.

Rivera (1998) representa el efecto de las distintas imperfecciones analizadas hasta el momento de la siguiente manera:

Gráfico 12. Valor de la empresa considerando el efecto de las distintas imperfecciones



(*) La figura muestra por separado el valor que puede alcanzar la empresa cuando puede beneficiarse de toda la ventaja fiscal por, tD , o tan solo de una parte, tD_n .

$VA1$: Valor actual de otras protecciones fiscales, y el efecto del impuesto personal.

$VA2$: Valor actual de los costes de dificultades financieras (Q)

$VA3$: Valor actual de la protección fiscal neta sobre la deuda.

Fuente: Rivera (1998)

Como puede observarse en el Gráfico 12, el valor de la empresa no endeudada va creciendo en la medida en que la empresa incrementa su nivel de endeudamiento $V1$ por el aprovechamiento del ahorro fiscal, debido a que en niveles bajos de endeudamiento los costes de dificultades financieras son muy bajos. Sin embargo, se rompe su proporcionalidad al introducir el efecto conjunto de los impuestos corporativos, personales y el resto de escudos fiscales alternativos a la deuda, dando lugar a $V1^*$; sin embargo, $V1^{**}$ contempla la aparición de costes de dificultades financieras que, en altos niveles de endeudamiento pueden, incluso, superar a los beneficios fiscales de la deuda. Por otro lado, a medida que la financiación ajena crece, aumentarán los gastos financieros asociados a estos y, en consecuencia, cada vez serán menores los ingresos gravables que podrán minorarse mediante su ventaja fiscal. Por tanto, la maximización del valor de la empresa se producirá en el nivel de endeudamiento en el que el incremento marginal de la ventaja fiscal de la deuda sea idéntico al incremento marginal de los costes provenientes de dificultades financieras (Bradley *et al.*, 1984), y que Rivera (1998) dibuja en el propio gráfico en L_0 .

En este sentido, Jalilvand & Harris (1984) comentan que las empresas van a tender a ajustar gradualmente su estructura de capital a su nivel óptimo de deuda, de modo que, en situaciones de desequilibrio, la empresa comenzará un proceso de sustitución de unos fondos por otros hasta alcanzar su ratio de endeudamiento objetivo (Fama & French, 2002).

Este ajuste a la ratio óptima deseada puede no ser inmediato, al existir retardos a los que se denominan como costes de ajuste que, en general, responden a los costes de transacción soportados por modificar su nivel de deuda (Fischer, Heikel & Zechner, 1989; De Miguel & Pindado, 2001; Gaud *et al.*, 2005; González & González, 2012). Esta apreciación implica una visión dinámica de la teoría del *trade-off*, al estudiar el comportamiento de la estructura de capital considerando más de un periodo económico⁶².

No obstante, autores como Frank & Goyal (2009) y Azofra & Rodríguez (2012) comentan que, en lugar de establecer una ratio objetivo de deuda, muchas empresas optan por anticipar los posibles excesos y déficits de recursos de periodos futuros y establecer rangos de endeudamiento óptimo. En este contexto, Graham & Leary (2011) sugieren que la dirección dejará fluctuar la ratio de endeudamiento dentro del rango y sólo intervendrá en los casos en los que la proporción de deuda exceda sus propios límites.

Por otro lado, si la teoría del *trade-off* fuera cierta, Ramírez & Palacín (2018) señalan que en el tejido empresarial podrían encontrarse empresas con ciertas características similares con niveles de endeudamiento parejos. Por ello, proponen a la comunidad científica la determinación de esas características empresariales que causan que las empresas presenten un objetivo común de endeudamiento. Por otro lado, al existir costes y retrasos en el ajuste, debería ser normal encontrar diferencias aleatorias entre ratios de endeudamiento reales en empresas que tienen un mismo objetivo de endeudamiento, por lo que es de interés identificar aquellos procesos y costes de ajuste que expliquen la dispersión en dichas ratios de empresas con características similares.

3.1.5. La teoría de la agencia

Si bien la teoría de la agencia se basa en el enfoque contractual de la empresa en un sentido amplio, en este apartado se presenta la visión financiera, es decir, la parte de la teoría de la agencia que trata acerca de las decisiones de financiación. Esta teoría se basa en las relaciones de agencia que Jensen & Meckling (1976) definen como el contrato bajo el que una o más personas (principales), propietarias de un determinado recurso, encargan a otra u otras (agentes) la realización de un servicio a cambio de una contraprestación que implique la delegación de cierta autoridad para la toma de decisiones. Todo ello en un contexto de información imperfecta, donde los distintos colectivos disponen de diferente nivel de información, a lo que se denomina también información asimétrica.

Estos autores consideran que cada individuo persigue sus propios intereses, los cuales difieren entre los diferentes colectivos de la empresa, fruto de la separación entre la propiedad y el control de los activos, es decir, las personas propietarias, las directivas y las acreedoras (Azofra, 1987). En opinión de Álvarez, Arbesú & Fé (2000) la asimetría informativa ocasiona que, ante determinada transacción, el colectivo mejor informado obtiene una ventaja respecto a la otra parte, lo cual puede conducir a un comportamiento aprovechado, ya sea ocultando información relevante o incumpliendo alguno de los acuerdos. Por ello, las actuaciones oportunistas derivadas de los conflictos de intereses y

⁶² Puede encontrarse una revisión de los modelos de *trade-off* dinámicos más relevantes en Maldonado (2013), entre los cuales se encuentran los de Mello & Parson (1992), Mauer & Tirantis (1994), Goldstein, Ju & Leland (2001), Hennessy & Whited (2005), Strebulaev (2007), Parson & Titman (2007) y Titman & Tsyplakov (2007).

potenciados por la asimetría informativa, dan lugar a los denominados problemas de agencia. Estos problemas concluyen en la aparición de nuevos costes, denominados costes de agencia, que pueden ser asumidos por la propia relación de agencia (pérdida residual), por el principal (costes de control), por el agente (costes de garantías) o, por ambos a la vez (costes de formalización). Todos ellos inciden en las decisiones de estructura financiera⁶³.

Jensen & Meckling (1976) analizan, por un lado, la relación de agencia entre las personas propietarias no directivas y las directivas, causando costes de agencia asociados a la financiación en forma de fondo propio, y por otro lado, la relación de agencia entre la propiedad de la empresa y los proveedores de deuda, originando costes de agencia ligados a la financiación ajena. Por tanto, entre otras medidas como incentivos, restricciones y/o penalizaciones en los contratos acordados, el mayor o menor uso de la deuda puede influir en atenuar o incrementar estos conflictos de agencia y sus respectivos costes para la empresa. Así, una variación en un sentido u otro acabará incidiendo en la composición de la estructura financiera y, en consecuencia, como el resto de costes analizados, en el valor de la empresa.

A partir del trabajo de Jensen & Meckling (1976), la contribución de esta teoría ha sido estudiada en trabajos como el de Fama & Miller (1972), Ross (1977) y Kim & Sorensen (1986), acercando sus planteamientos a las decisiones financieras de la empresa. A continuación, se presentan los problemas de agencia relacionados con la financiación, así como los mecanismos detectados para su resolución.

A) CONFLICTO DE INTERESES ENTRE PERSONAS DIRECTIVAS Y PROPIETARIAS

En este contexto, las personas propietarias (principales) delegan la gestión empresarial en las directivas no propietarias (agentes), los cuales disfrutan de autonomía suficiente para la toma de decisiones que afectan al valor de la empresa y, por tanto, a la riqueza de la propiedad. Sin embargo, la aversión al riesgo de la dirección provoca que sus objetivos giren en torno a la seguridad en el puesto, al crecimiento de la empresa y a garantizar su reputación; variables en íntima relación con la dimensión de la empresa (Azofra, 1987).

De esta forma las personas directivas, en beneficio de su propio interés, pueden llevar a cabo acciones que perjudiquen a las personas propietarias de la empresa. Así, los problemas de agencia surgen como consecuencia de los conflictos de interés y la asimetría informativa, al disponer la dirección mayor información sobre la marcha de la empresa. Esta relación puede ocasionar unos costes a la empresa, derivados del mayor esfuerzo en el seguimiento y el control de las personas directivas, o costes para el establecimiento de garantías que induzcan a las personas directivas a alinearse con los objetivos de la propiedad de la empresa.

⁶³ Si no existieran problemas de información asimétrica, el principal conocería toda la información de la que dispone el agente y éste no actuaría en su propio beneficio y en contra de los intereses del principal. Jensen (1986) comenta que el agente perfecto es aquel que toma decisiones sin considerar sus propias preferencias, sino las del principal.

Entre las acciones que pueden llevar a cabo las personas directivas en pro de sus intereses y perjudicando a la propietaria se pueden destacar:

- El problema de la apropiación de beneficios no pecuniarios (Jensen & Meckling, 1976). Estos autores señalan que la dirección no puede beneficiarse de los éxitos de sus decisiones de la misma manera que las personas propietarias y por ello, cuando no poseen más capacidad para poder aumentar su remuneración, las personas dirigentes tienen incentivos para tomar decisiones oportunistas que les permitan disfrutar de beneficios no pecuniarios para su satisfacción con cargo a los recursos de la empresa.
- El problema de la sobreinversión o del *free cash flow* (Jensen, 1986; Stulz, 1990). Este problema se genera como consecuencia de que las personas directivas puedan disponer de recursos excedentarios (el *free cash flow*), una vez invertidos en proyectos que incrementan el valor de la empresa⁶⁴. Las personas propietarias suelen preferir que se les distribuyan esos excedentes en forma de dividendo, mientras que las dirigentes pueden disponerlos para el cumplimiento de sus propios intereses de prestigio y crecimiento, incluso en el caso de que para ello tengan que invertirlos en proyectos cuya rentabilidad sea menor al coste de capital de la empresa. De esta manera, se perjudica la riqueza de la propiedad empresarial en favor de la de la dirección (Azofra, Andrés & Rodríguez, 2000; San Martín, 2010).
- El problema de la renuncia a liquidar (Harris y Raviv, 1991). Se produce cuando el valor de liquidación de la empresa es mayor al valor actual de sus activos. Mientras que la opción más ventajosa para las personas propietarias es disolver la sociedad, las personas directivas prefieren evitar esta situación, incluso en los casos en los que exista un uso alternativo más rentable para los mismos (Erwin & McConnell, 1997; Gul *et al.*, 2002).

Para que la dirección de la empresa utilice eficientemente los recursos disponibles en favor de las personas propietarias varias investigaciones proponen incrementar su participación en el capital social (Friend & Lang, 1988; Daily & Dollinger, 1992; Aronoff & Ward, 1995; García-Borbolla, Herrera, Larrán, Sánchez & Suárez, 2009), aumentar la tasas de distribución de beneficios (Jensen, 1986) o aumentar el endeudamiento de la empresa como medida de control y reducción de los *free cash flow* disponibles para la dirección (Fama, 1980; Jensen, 1986; Stulz, 1990; Ang, Cole & Lin, 2000), limitando así sus actuaciones oportunistas. Sin embargo, Bitler, Moskowitz & Vissing-Jorgensen (2005) sugieren que es el contrato el mecanismo más eficiente que ha prevalecido ante las distintas medidas a adoptar con el fin de alinear los incentivos de las personas directivas con los de las propietarias.

Según La Rocca, La Rocca & Cariola (2011) las personas propietarias se creen con la capacidad de influir en las decisiones adoptadas por la dirección y promueven el empleo de la deuda como acción de control. En este sentido, el aumento del nivel de endeudamiento origina dos efectos en las personas dirigentes: un mayor esfuerzo en la búsqueda de proyectos rentables conducentes a incrementar el valor de la empresa con el

⁶⁴ Más concretamente, Sorgorb (2002) define el *free cash flow* como aquellos recursos generados por la propia actividad económica de la empresa que quedan libremente a disposición de la dirección de la misma, después de satisfacer todos los compromisos adquiridos por aquella, en materia de oportunidades de inversión rentables, variaciones de capital circulante y/o endeudamiento.

fin de mantener su reputación evitando la quiebra de la empresa que dirigen (Grossman & Hart, 1982; Zwiebel, 1996) y una supervisión adicional por parte de los mercados financieros (Gómez Calvet *et al.*, 2006). En este sentido, se considera que el endeudamiento tiene una capacidad disciplinadora del comportamiento directivo.

Por otro lado, la emisión de más deuda también permite a las personas acreedoras forzar el proceso de liquidación de la compañía si no se generan suficientes recursos financieros o se incumplen las obligaciones contraídas, mitigando el problema planteado por Harris & Raviv (1991).

Por tanto, el incremento del volumen de deuda en la empresa puede plantear ciertos beneficios como solución a los problemas de agencia originados por la dirección de la empresa y, en consecuencia, se espera una disminución de los costes de agencia mencionados, originando a su vez un incremento en el valor de la empresa. Al contrario, el empleo de los recursos propios como medio de financiación generará mayores costes de agencia como consecuencia de los problemas arriba analizados.

B) CONFLICTO DE INTERESES ENTRE PERSONAS PROPIETARIAS Y PROVEEDORES DE FINANCIACIÓN

Existe otra serie de problemas de agencia que tiene su origen en la relación entre las personas propietarias y acreedoras financieras como consecuencia de que la empresa se financie mediante títulos de deuda. En este sentido, los proveedores de estos fondos ceden sus capitales a la entidad, la cual se compromete a devolverlos en el vencimiento acordado y a abonar una remuneración relativamente segura, al estar asegurados por el valor total de los activos, pero limitada y no variable respecto al resultado generado por la actividad económica.

En cambio, las personas propietarias recibirán una retribución residual por sus aportaciones, es decir, percibirán la parte correspondiente del excedente de resultados, una vez deducidos todos los costes de producción y los intereses satisfechos al colectivo de acreedores. A diferencia de la anterior, esta retribución neta es creciente cuanto mayor sea el resultado obtenido e ilimitada, al no existir acuerdos previos que acoten o garanticen retribución alguna.

Así, el riesgo asumido por las pérdidas no es tan diferente para ambos colectivos. En general, las pérdidas de unos y otros se limitan a los fondos invertidos en la empresa, en caso de que no existan activos con los que restituir dichos fondos. Sin embargo, en caso de que los haya, las personas acreedoras ocupan un lugar de preferencia en el orden de aplicación de los fondos en los procesos de liquidación de sociedades. Por tanto, en el reparto del haber social sólo se reembolsarán los fondos aportados a las personas propietarias si los recursos liquidados superan las obligaciones contraídas con las acreedoras. Por todo ello, la motivación principal de los problemas de agencia entre la propiedad de la empresa y sus proveedores de financiación descansa en la diferencia de derechos económicos y riesgos asumidos por cada una de las partes. Esta situación puede ocasionar comportamientos oportunistas por parte de la dirección, en favor de los la

propiedad de la empresa y perjudicando al colectivo de acreedores, acentuados en todo caso por el contexto de asimetría informativa en el que se producen.

Así, una vez concedida la financiación, el principal interés de las personas acreedoras es asegurar que la empresa cumpla con sus obligaciones financieras y evitar, a toda costa, que se produzca una situación de insolvencia. Por ello, cualquier posibilidad de que la empresa pueda sufrir dificultades financieras incrementa estos conflictos, al poder implicar cambios en las decisiones operativas y de inversión (Myers, 2001), y que son de mayor consideración cuanto más endeudada se encuentre la empresa.

Entre estas acciones interesadas por las personas propietarias en contra de los intereses de las acreedoras, se pueden encontrar:

- El problema de sustitución de activos o la inversión en proyectos arriesgados (Jensen & Meckling, 1976): las personas propietarias de empresas endeudadas tienen alicientes para preferir inversiones muy arriesgadas, aunque posean pocas probabilidades de éxito. En cualquier caso, salen beneficiadas frente a la parte acreedora, dado el carácter residual de su renta. En este sentido, la propiedad se aprovecha, en mayor medida, de los potenciales beneficios elevados –el resto va destinado al cumplimiento de las obligaciones contraídas-, mientras que si no resultan exitosas, las personas acreedoras soportan en mayor medida las posibles pérdidas que pueden derivarse de un proceso de quiebra. Por tanto, debido a la responsabilidad limitada de la propiedad, en los casos en que los flujos de caja generados no sean suficientes para cubrir las obligaciones contraídas, estas transmiten parte de sus pérdidas a las personas acreedoras (Galai & Masulis, 1976). Por tanto, bajo esa lógica de reparto de riesgo y rentabilidad asimétrica que puede implicar una transferencia de riqueza de la persona acreedora a la propietaria, ante proyectos con rentabilidad similar, se seleccionan aquellos con mayor riesgo⁶⁵.

Por el contrario, los proveedores de deuda prefieren aquellos proyectos de inversión cuyo riesgo es menor, con el fin de asegurarse, en la medida de lo posible, de recuperar su inversión. Así, Rodríguez (1993) comenta que la parte acreedora trata de conceder los recursos solicitados por la empresa en unas condiciones a como si fuera a financiar el proyecto más arriesgado, generando, en consecuencia, costes financieros más altos para la empresa. Por estos motivos, se lleva a cabo una política de inversión subóptima en el que el endeudamiento alto conlleva, en cualquier caso, minorar el valor de la empresa.

- El problema de subinversión (Myers, 1977): Este problema consiste en que la propiedad puede dejar de invertir en un proyecto de inversión rentable para la empresa, en un contexto de alto endeudamiento. La principal motivación de que este hecho ocurra es la preferencia de las personas acreedoras a participar en los rendimientos generados, de los que no participarán si estos son escasos. Por ello, y según este autor, las personas propietarias sólo destinarán fondos a nuevos

⁶⁵ La denominación de “sustitución de activos” responde a la práctica de correr riesgos innecesarios donde se sustituyen proyectos de inversión de bajo riesgo por inversiones de elevado riesgo (Jensen & Meckling, 1976).

proyectos de inversión si los rendimientos generados exceden, de forma aceptable para ellos, las obligaciones contraídas con las personas acreedoras financieras.

Por ello, la deuda favorece la aparición de costes de agencia de subinversión, los cuales disminuyen el valor de la empresa de forma significativa (Mauer & Sarkar, 2005).

- El problema de la renuncia a liquidar y de las decisiones cortoplacistas (Titman, 1984; Barnea, Haugen, & Senbet, 1985): La posibilidad de que la empresa entre en una situación concursal también puede originar un problema de agencia entre las personas y las acreedoras, al aflorar incentivos y comportamientos oportunistas de las primeras encaminados a evitar la liquidación de la sociedad. En esta situación se encuentra la propiedad que obtiene mayores flujos de caja de su empresa en funcionamiento que aquellos que recibiría en caso de desmantelamiento de la misma, frente al colectivo de acreedores que pueden preferir la disolución, dada su posición privilegiada en el reparto del haber social de la empresa. Así, las personas propietarias, a través de la dirección (aquellas personas interesadas igualmente en evitar la liquidación) puede propiciar actuaciones orientadas a obtener el mayor *cash flow* posible a la mayor brevedad, incluso cuando ello acarree una pérdida de reputación para la empresa⁶⁶. Según Acedo (2005) estos hechos provocan la pérdida de clientes potenciales y un aumento de la percepción del riesgo de la empresa, con consecuencias negativas en su competitividad y, en consecuencia, en el valor empresarial.

Asimismo, Sogorb (2002) comenta que la participación desigual provocada por el uso del endeudamiento y el riesgo de forzar la liquidación de la sociedad pueden hacer que las empresas realicen proyectos de inversión menos rentables pero que favorezcan aquellos que producen sus rendimiento en periodos más reducidos de tiempo, ante otros proyectos más rentables cuyo periodo de retorno sea más largo.

De esta relación de agencia entre la parte propietaria y la acreedora se generan costes asociados al empleo de la deuda que aminoran el valor de la empresa, los cuales se pueden reducir si la empresa emplea más capital en la financiación de sus proyectos o si mitiga la cantidad de deuda que utiliza (Barnea, Haugen, & Senbet, 1981; Kim & Maksimovic, 1990; Mao, 2003). Varios autores, como Brennan & Schwatz (1984), Leland (1998), Harvey, Lins & Roper (2004), Childs, Mauer & Ott (2005) o Mauer & Sarkar (2005), han tratado de cuantificar dichos costes de agencia, llegando a la conclusión de que los costes derivados de la infrainversión y los de sobreinversión pueden suponer un porcentaje importante sobre el valor de la empresa (entre el 2% y el 9% respectivamente).

Por ello, varias investigaciones han tratado de determinar otras soluciones a la posibilidad de emitir nuevo capital; soluciones que pueden evitar las actuaciones interesadas de los agentes orientados a minimizar su impacto en el valor de la empresa como las cláusulas de protección, al objeto de limitar la discrecionalidad de la dirección (Smith & Warner, 1979) o las propuestas de Myers (1977), relativas a la utilización de convenios restrictivos y plazos

⁶⁶ Vendrell (2008) cita como ejemplo de tales acciones al empeoramiento de la calidad de productos y servicios, desinversiones en I+D+i, recortes de beneficios sociales, etc.

más reducidos del endeudamiento. Otros autores también abogan por aumentar la financiación a corto plazo como argumentan Barclay & Smith (1995).

En resumen, según la teoría de la agencia, existe para cada empresa una estructura financiera óptima que obedece a las relaciones principal-agente y a los costes de agencia que de ellos se derivan. En este sentido, las empresas tratan de moderar los posibles costes a través de incrementar el endeudamiento o los instrumentos de fondos propios – según se ha observado –, siendo éste el objetivo que persiguen las empresas para maximizar su valor. Este punto se alcanza en el nivel donde se minimice la totalidad de los costes en los que se incurre, es decir, cuando el coste de agencia marginal de la deuda sea igual al beneficio marginal de la misma (Jensen, 1986), el cual es diferente para cada una de las empresas.

Algunos autores critican las aportaciones de la teoría de agencia, como Nyberg, Fumer, Gerhart & Carpenter (2010), los cuales indican que esta teoría trata con escepticismo la alineación de los objetos del principal y el agente, dado que aunque la confluencia fuera total no desaparecerían del todo los costes de agencia ni garantizaría que las personas directivas tomaran las mejores decisiones.

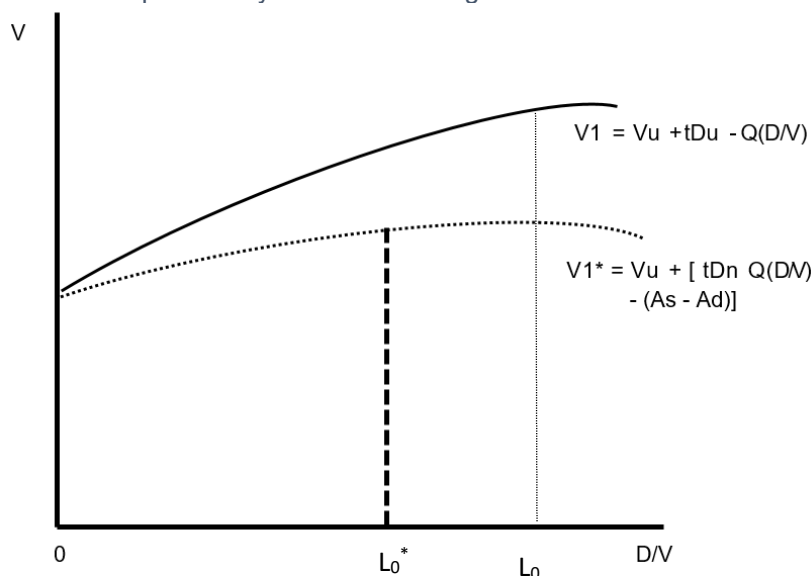
En cualquier caso, Leland (1998) añade el efecto de los costes de agencia a los fundamentos de la teoría del *trade-off*, obteniendo la siguiente definición del valor de una empresa que se financia con una estructura mixta de recurso propio y deuda⁶⁷:

Valor de la empresa = Valor de la empresa no endeudada + Valor actual de los ahorros fiscales – Valor actual de los costes de dificultades financieras- valor costes totales de agencia

siendo los costes totales de agencia aquellos causados tanto por la financiación ajena (Ad) como por la financiación propia (Ap). Los costes totales de agencia, en general, son los costes que suponen el diseño y puesta en marcha de sistemas adecuados de incentivos, restricciones y penalizaciones que intentan forzar a los agentes para que actúen en interés del principal, los cuales dependen tanto de las relaciones de agencia como de las características de las transacciones que se llevan a cabo en dicha relación (Gómez Calvet *et al.*, 2006).

Según esta función el óptimo se obtiene en aquella ratio de endeudamiento en la que se iguale el incremento marginal de los ahorros fiscales con el incremento marginal de los costes de dificultades financieras y de agencia. Cualquier otro nivel de endeudamiento provocará que la empresa se encuentre en una situación de desequilibrio, iniciando un proceso de ajuste en su estructura financiera, ya comentado en el apartado correspondiente al *trade-off*, emitiendo capital si se encuentra por encima del óptimo y deuda, en caso contrario. Este nivel de endeudamiento óptimo será diferente a los anteriores, como se muestra en la siguiente ilustración:

⁶⁷ Viene de la página 126 de este mismo capítulo.

Gráfico 13. Valor de la empresa sin y con costes de agencia

Donde, A_s = valor actual de los costes de agencia causados por la financiación con fondos propios
 A_d = valor actual de los costes de agencia causados por la financiación con deuda
 V_1 = valor de la empresa sin costes de agencia
 V_1^* = valor de la empresa con costes de agencia

Fuente: Rivera (1998)

Por tanto, se puede concluir que cuando se presenta un modelo de *trade-off* completo, aquel que incluye los costes totales de agencia, el nivel de endeudamiento óptimo (L_0^*) es menor que cuando no se consideraban (L_0).

3.1.6. El enfoque de la información asimétrica: la teoría de la señalización, o *signalling*, y la teoría de la jerarquía de preferencias, o de *pecking order*

Otra imperfección no considerada en el escenario planteado de mercado de capitales perfectos es la información asimétrica. Esta imperfección hace referencia a las situaciones donde los diferentes interesados en la empresa, a los que la literatura denomina *insiders* y *outsiders*, conservan diferente conocimiento sobre la situación de la empresa y de sus flujos de caja futuros⁶⁸. Estos modelos asumen que los *insiders*, personas directivas y propietarias internas, disponen de diferente nivel de información que los *outsiders*, personas propietarias externas y acreedoras financieras⁶⁹, ya sea en cantidad o en calidad. Por tanto, este hecho dificulta tanto la estimación de los flujos de caja que espera percibir la empresa como el riesgo que ésta asume, aspectos ambos utilizados para la valoración

⁶⁸ En el caso de los problemas de agencia, la asimetría informativa es una de las causas que los origina, aunque no la única. Por tanto, y a diferencia de ese enfoque, estos casos se refieren a las situaciones originadas en la búsqueda de financiación que emprenden las empresas para unos proyectos en los que los proveedores de fondos desconocen la distribución de sus rendimientos.

⁶⁹ En esta distinción se considera la apreciación que hace Gordon (1989) de las personas propietarias, al distinguir entre accionistas internos, aquellos que ejercen funciones de control, de los accionistas externos, considerados como meros inversores pasivos.

de la empresa (Klein *et al.*, 2002). Por ello, Barnea *et al.* (1985) plantean que la asimetría informativa puede ocasionar la aparición de actuaciones oportunistas ligadas a la obtención de financiación por parte de la empresa.

Según De Bondt (1998), estas conducta oportunistas pueden ser de dos tipos: las actuaciones interesadas relativas a conflictos producidos antes de la obtención de los fondos o *ex-ante*, denominados problemas de selección adversa, y los surgidos *ex-post*, es decir, una vez formalizado el acuerdo por el cual se obtiene la financiación, a los que denomina como problemas de riesgo moral (Akerlof, 1970).

En principio, los problemas de selección adversa traen consigo, bien un racionamiento del crédito por parte de los proveedores de los fondos, o bien un aumento de las garantías y/o de la retribución requerida en comparación con las que exigirían de contar con plena información (Stiglitz & Weiss, 1981). Estas actuaciones pueden inviabilizar los proyectos de inversión de poco riesgo y menor rentabilidad y, por el contrario, atraer a aquellos de mayor riesgo al tener más predisposición a aceptar rentabilidades exigidas más elevadas (Fazzari *et al.*, 1988; Petersen & Rajan, 1994; Steijvers & Voordeckers, 2009). Por tanto, y debido a la selección adversa, es posible que las empresas prefieran financiar sus inversiones mediante recursos propios y, si resultaran insuficientes, acudir al endeudamiento (Frank & Goyal, 2003).

Los problemas *ex-post*, sin embargo, se producen como consecuencia de que los proveedores de fondos no puedan asegurar que los *insiders* actúen en coherencia a su relación contractual en vez de en beneficio propio, dadas las dificultades de los *outsiders* de controlar sus decisiones una vez obtenidos los fondos. Como consecuencia de este hecho, surgen costes de seguimiento y supervisión que las personas acreedoras tratan de compensar incrementando las garantías o los costes de financiación de los fondos cedidos a la sociedad (Friend & Lang, 1988; Martínez & Hernández, 2006; Menkhoff *et al.*, 2006). En este sentido, el incremento del endeudamiento puede reducir los problemas de riesgo moral y alinear los intereses de los *insiders* y los de los *outsiders*, al facilitar la supervisión de los mercados y reducir los fondos de libre disposición (Jensen, 1986; Ang *et al.*, 2000; Steijvers & Voordeckers, 2009).

Siguiendo a Harris y Raviv (1991), se pueden distinguir dos enfoques teóricos que estudian la influencia de la información asimétrica en la determinación de la estructura financiera de la empresa:

- **La teoría de la señalización o *signalling*** (Leland & Pyle, 1977; Ross, 1977; Miller & Rock, 1985): esta teoría sugiere que los *insiders* utilizan la estructura financiera de la empresa como medio de transmisión o señalización de información al mercado o a los *outsiders*, los cuales tienen interés en la empresa pero cuentan con menor información de la misma.
- **La teoría de la jerarquía de preferencias o de *pecking order*** (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984): esta teoría propone reducir las ineficiencias en la toma de decisiones de inversión suscitadas por la asimetría de información entre *insiders* y *outsiders*, y personas acreedoras financieras mediante el empleo de las diferentes fuentes de financiación de la empresa que dan origen a su estructura financiera.

A) LA TEORÍA DE LA SEÑALIZACIÓN O DE *SIGNALLING*

Los autores que defienden esta teoría consideran que, debido a la existencia de riesgo moral, no existe fiabilidad sobre la información que se obtiene en los mercados. Por tanto, las decisiones financieras pueden utilizarse por los *insiders* como un mecanismo de transmisión de información sobre la situación de la empresa y su evolución, es decir, que las decisiones relacionadas con la financiación, con la estructura de propiedad o la distribución de resultados pueden interpretarse por los *outsiders* como señales positivas o negativas sobre los flujos de caja actuales y futuros (Harris & Raviv, 1991; Acedo, 2005). Bajo esta premisa, diferentes autores analizan las actuaciones oportunistas que pueden tener unas y otras personas, en un contexto de información asimétrica, debido a que las decisiones adoptadas por la empresa pueden cambiar la percepción de los personas inversoras sobre la evolución de sus negocios y el valor de la empresa⁷⁰.

Sin embargo, la señalización tiene la desventaja de que la veracidad de la información transmitida pueda ser manipulada a propósito en beneficio de los *insiders*. Estos tratarán de comunicar únicamente la información que les sea más favorable y hacer pasar por tal, incluso, la que no sea, provocando situaciones de selección adversa (Menéndez, 1995). Por ello, Spence (1974) plantea que un mecanismo de transmisión de información es útil y fiable cuando emitir una señal falsa, o que no se corresponda con la realidad, suponga un coste más alto que la ganancia que se puede llegar a obtendría si no se descubre, de modo que los *insiders* quieran evitar que esta situación se produzca. De otro modo, cualquier empresa podría emitir información interesada para los mercados y personas inversoras sin salir perjudicada.

En este sentido, sugieren que el incremento del nivel de endeudamiento es una señal de garantía o confianza de la dirección sobre la generación de suficientes flujos de caja como para responder de las obligaciones contraídas (Ross, 1977). No obstante, las empresas de menor calidad pueden imitar este hecho; pero con ello pueden estar asumiendo un alto riesgo de sufrir dificultades financieras, por lo que puede resultar desaconsejable que lo hagan. Por tanto, sólo aquellas que cuenten con expectativas de flujos de caja elevadas, podrán emplear el incremento del endeudamiento como una señal positiva que repercutirá en un aumento de valor de su empresa. Esto se debe al hecho de que si los flujos de caja estimados no se materializan, tanto la empresa como sus personas directivas sufrirán una penalización por la mayor probabilidad de quiebra (Ross, 1977; Heinkel & Schwartz, 1986; Harris & Raviv, 1991).

Por el contrario, las ampliaciones de capital se interpretan como señales negativas y, por ello, es de esperar una disminución del valor de la empresa (Masulis, 1983)⁷¹. Las personas inversoras creen que la emisión de nuevos títulos de patrimonio neto sólo se produce si los

⁷⁰ Ross (1977) estudia las señales emitidas a consecuencia del incremento del nivel de endeudamiento empresarial. Otros autores contemplan otras señales como Myers & Majluf (1984) la emisión de capital, Leland & Pyle (1977) el porcentaje de participación del colectivo de propietarios o Miller & Rock (1985) la proporción de reparto de beneficios.

⁷¹ Martín (1999) señala que este modelo está pensado para el caso de las ampliaciones de capital en la modalidad de venta en firme, las más habituales en Estados Unidos. Para los supuestos que cuenten con derechos de suscripción preferente, la señal dejaría de ser negativa a medida que las antiguas personas propietarias ejerzan su derecho y se suman a la adquisición de nuevas participaciones.

insiders consideran que las acciones están sobrevaloradas, ya que en caso contrario, estarían ofreciendo acciones de un valor mayor al precio menor emitido, produciéndose una situación de selección adversa (Jung *et al.*, 1996). Así, se cree que la dirección únicamente accede a ampliaciones de capital si los beneficios potenciales de la inversión superan a los costes ocasionados por la infravaloración de los títulos (Myers & Majluf, 1984; Jensen & Uhl, 2008).

Por tanto, esta teoría considera que las empresas tienden a escoger aquella estructura financiera que les permita transmitir a los *outsiders* las mejores señales relativas a una buena salud financiera. Sin embargo, autores como Zingales (2000) opinan que los modelos planteados bajo esta teoría son bastante generalistas, por no ser capaces de explicar los entresijos de las decisiones de financiación en su conjunto. Así mismo, opina que carecen de una base sólida para poder ser aplicados en empresas de una menor dimensión, o aquellas con dificultades de acceso a los mercados financieros organizados, por lo que sus hipótesis se ciñen, básicamente, a las decisiones de estructura financiera de grandes corporaciones cuyos títulos cotizan en mercados de capitales.

B) TEORÍA DE LA JERÁRQUIA DE PREFERENCIAS O DE *PECKING ORDER*

Los principales exponentes de esta teoría fueron Myers (1984) y Myers & Majluf (1984). Estos autores basan su planteamiento a través de un nuevo enfoque, al constatar que el comportamiento de las empresas no se ajustaba a los desarrollos teóricos publicados hasta la fecha. Estos trabajos argumentan que las empresas no toman sus decisiones de financiación con el fin de alcanzar un determinado nivel de endeudamiento óptimo, sino que las estructuras financieras observadas en el tejido empresarial son consecuencia de las decisiones de financiación tomadas en el pasado en un contexto de información asimétrica (Azofra, Saona, & Vallelado, 2007).

Por lo tanto, consideran que los *insiders* poseen información privilegiada acerca de la situación actual y perspectiva futura, que no pueden comunicar a los *outsiders* sin equivocaciones en su interpretación o elevados costes. Y este hecho puede provocar que los proveedores de los fondos exijan una mayor aportación de garantías y primas, lo cual encarece el coste de la financiación. Así, la existencia de información asimétrica provoca que la financiación interna y externa no sean perfectamente sustituibles. En consecuencia, el fin de la teoría del *pecking order* se fundamenta en la mitigación de las ineficiencias provocadas por la financiación de las inversiones y sostiene que, para minimizarlas, las empresas establecen una jerarquía u orden preferente en el uso de las distintas fuentes de financiación⁷².

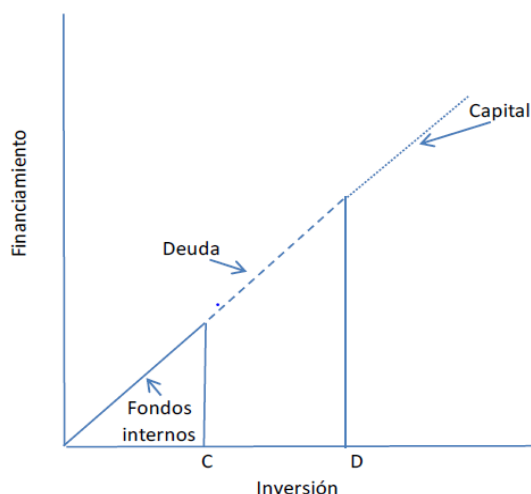
Por tanto, esta teoría sugiere que para evitar problemas de sobreinversión o infrainversión, situaciones como las recogidas en la teoría de la señalización, la empresa debe poseer cierta capacidad de financiar sus inversiones sin valerse de fuentes externas a la empresa. Por ello, esta teoría predice que las empresas emplean como fuente de financiación preferente los recursos generados internamente, aquellos que no generan asimetría informativa, y, en caso de resultar insuficientes, acudir a la financiación externa.

⁷² En realidad, el trabajo de Myers (1984) es una extensión del trabajo de Donalson (1961) sobre el comportamiento financiero de las empresas, al que se ha aportado cuerpo teórico mediante el *pecking order*.

Además, se le reconoce a la empresa una conducta racional de minimizar los costes, por lo que al elegir entre las alternativas de financiación externa utilizará en primer lugar instrumentos de deuda; a continuación emitirá instrumentos híbridos y, en último lugar, acudirán al empleo de instrumentos de participación en los fondos propios de la empresa, debido al más que posible incremento de costes para la obtención de fondos a medida que se avanza en la escala jerárquica (Frank & Goyal, 2009). Por otro lado, según Vendrell (2008) también emplean antes deuda que capital por ser menos sensible a los cambios producidos a consecuencia de la valoración que hacen los mercados del riesgo de los títulos emitidos⁷³.

En la siguiente ilustración, Leary & Roberts (2010) muestran la relación entre el nivel de inversión y la elección de la fuente de financiación, siendo “C” la cantidad de fondos generados internamente disponibles para invertir y “D - C” el incremento del nivel de endeudamiento que la empresa puede asumir sin provocar un apalancamiento excesivo.

Gráfico 14. Fuentes empleadas según las necesidades de inversión en base a la teoría del *pecking order*



Fuente: Leary & Roberts (2010)

La principal aportación de esta teoría al estudio del comportamiento financiero de las empresas es la imposibilidad de definir una ratio de endeudamiento óptimo objetivo como en el *trade-off*. Más bien, como comentan Nuri & Archer (2001), el nivel de endeudamiento de una empresa será residual tras los beneficios retenidos, los dividendos y las decisiones de inversión a lo largo del tiempo. Además, según Sogorb (2002), como resultado de la preferencia de recursos internos sobre los externos, las empresas deberían utilizar, por regla general, menos deuda que la sugerida por la teoría del *trade-off*. No obstante, también es posible que las empresas guarden cierto margen en su capacidad de endeudamiento, denominado holgura financiera, para hacer frente a las oportunidades de inversión que puedan ir surgiendo. Pero, incluso en estas situaciones de política flexible, es de esperar que el nivel de deuda sea inferior al asociado al *trade-off* óptimo (Myers, 1984).

De todos modos, esta teoría también cuenta con debilidades al no ser capaz de explicar las distintas ratios de apalancamiento de las empresas pertenecientes a un mismo sector,

⁷³ Estudios como el de Asquith & Mullins (1986) o Shyam-Sunder (1991) confirman que el mercado infravalora en mayor medida a las empresas que emiten acciones frente a las que emiten deuda.

ni que aquellas empresas con elevados beneficios se financien en primer lugar con deuda externa (Helwege & Liang, 1996), por lo que tampoco ha logrado explicar la dinámica de la estructura de capital de las empresas en su totalidad.

Una vez planteadas las teorías más relevantes, los desarrollos de la moderna economía financiera que estudian la estructura financiera de la empresa concluyen que el nivel de endeudamiento de la empresa respecto a su valor es relevante (Azofra & Fernández (1999). En este sentido, se ha comentado que el incremento del apalancamiento genera un aumento de su valor por la ventaja sobre la deducibilidad de sus intereses. Además, sirve como mecanismo disciplinador de la dirección y reductor del *free cash flow*, limitando el uso de beneficios no pecuniarios y desincentivando políticas subóptimas de inversión por parte de los mismos. Sin embargo, el empleo de la deuda también puede ocasionar una pérdida de valor para la empresa por el incremento de los costes asociados a dificultades financieras, aunque su uso se ve limitado por la introducción de cláusulas en los acuerdos por parte del colectivo de acreedores para restringir conductas oportunistas en contra de sus intereses como desechar inversiones rentables, realizar inversiones excesivamente arriesgadas o evitar la liquidación de la empresa.

Al empleo de los recursos propios también se le reconocen ciertas ventajas. Tienen la virtud de reducir la probabilidad de quiebra de la empresa, además de mitigar los problemas de infrainversión y sobreinversión derivados de los conflictos entre las personas propietarias y las acreedoras. Por otro lado, sirven como vía de resolución de problemas de selección adversa, al minimizar el racionamiento de crédito por motivos de información asimétrica a la par que permite eludir una mayor aportación de garantías. Además, los fondos generados internamente no producen problemas de información imperfecta, por lo que su utilización es discrecional para la propiedad empresarial, situándola si así lo deciden en un lugar privilegiado en el uso como recurso financiero. Sin embargo, la información que transmiten las ampliaciones de capital minoran el valor de las empresas y pueden incrementar los costes de agencia asociados a los conflictos con la dirección de la empresa, por lo que no siempre suponen una alternativa favorable para la misma.

No obstante, en las teorías analizadas hasta el momento el nivel de endeudamiento se refiere a la deuda total asumida por la empresa y diversos autores, comienzan a razonar que el comportamiento de las fuentes financieras es distinto en función de su estructura de vencimiento, es decir, que las conclusiones descubiertas no tienen una aplicación universal si se desglosa el endeudamiento total en deuda a largo plazo y deuda a corto plazo. Por ello, en el siguiente apartado se introduce este nuevo elemento de análisis para comprender la financiación empresarial, al objeto de llegar a hipótesis y conclusiones más precisas considerando para ello la madurez de la deuda.

3.2. La consideración de la estructura de vencimiento en las teorías financieras más relevantes

En general, las investigaciones en la materia contemplan la totalidad de la estructura financiera para estudiar las distintas imperfecciones analizadas hasta el momento. Sin

embargo, algunos autores justifican que el plazo en el que vence un instrumento financiero es relevante a la hora de comprender este tipo de decisiones, por lo que comienzan a estudiar las implicaciones de las teorías más relevantes desagregando el pasivo en instrumentos a largo y corto plazo, entre los que se pueden incluirse, a Morris (1976), Myers (1977), Van der Wijst & Thurik (1993), Barclay & Smith (1995), Chittenden, Hall & Hutchinson (1996), Michaelas, Chittenden & Poutziouris (1999), Hall, Hutchinson & Michaelas (2000), Bevan & Danbolt (2002) y Vendrell (2008).

El primer estudio que contempla la madurez de la deuda fue el de Morris (1976), el cual parte de la premisa de que las empresas hacen coincidir el vencimiento del instrumento financiero con los activos que financia. A partir de este instante comienzan a publicarse numerosos desarrollos teóricos que introducen este nuevo enfoque en sus modelos. Mientras algunos trabajos dejan de lado la financiación a corto plazo para centrarse en aquella parte de la estructura financiera cuya permanencia es a largo plazo, otros justifican que los instrumentos de pasivo corriente son una parte esencial de la financiación empresarial como para prescindir de ella como, entre otros, Chittenden *et al.* (1996), Michaelas *et al.* (1999), Hall *et al.* (2000) o Bevan & Danbolt (2002). De hecho, estos últimos autores consideran que omitirla puede ocasionar tener una visión parcial de la dinámica de la estructura financiera. Aquellos que sí incluyen este tipo de financiación lo justifican manifestando que las formas, los incentivos y las consecuencias de emplear instrumentos cuyo vencimiento es a corto o largo plazo son diferentes, por lo que hace necesario su estudio por separado.

Como se ha visto, la teoría del *trade-off* reconoce la existencia de un determinado nivel de endeudamiento que maximiza el valor de la empresa, por ser el punto donde se compensan los beneficios y los costes asociados al empleo de la deuda. Por tanto, la perspectiva de la madurez de la deuda en este contexto se entiende por la distinta consideración del efecto fiscal, de los costes de dificultades financieras y de los costes de agencia relativos al vencimiento de la financiación, a corto plazo o a largo plazo.

En cuanto al efecto de los impuestos, su relevancia no es tan clara. Los intereses de la deuda a largo son tan deducibles fiscalmente como los de la deuda a corto y, únicamente será relevante cuando exista riesgo de renovación de la financiación del corto, por suponer que en tal caso presentan menor posibilidad de aprovechar las desgravaciones fiscales. Por ello, Scholes & Wolfson (1992) indican que las empresas con altas tasas impositivas suelen preferir financiarse con deuda a largo plazo. Además, que estas empresas empleen financiación a largo les permite eludir los posibles costes asociados a las renovaciones de los instrumentos financieros con menores vencimientos. Por el contrario, las empresas que prevean bases imponibles más reducidas en las que aplicar la deducibilidad de los intereses, optarán por emplear financiación a corto plazo, evitando incurrir en posibles costes de reestructuración de la deuda a largo.

Desde un enfoque de agencia, en los estudios parece que la selección del vencimiento de la deuda puede apaciguar problemas de agencia entre personas propietarias y acreedoras, es decir, que mitigan los problemas de subinversión y de sustitución de activos (Myers, 1977; Barnea, Haugen & Senbet, 1980) empleando deuda a corto plazo, y entre la dirección y la propiedad de la empresa, mitigan los problemas de sobreinversión (Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1986), endeudándose a largo plazo.

Por otro lado, Jun & Jen (2003) presentan un trabajo interesante en el cual proponen un modelo similar al *trade-off*, pero en este caso de selección del plazo de vencimiento, basándose en los beneficios y en los riesgos que posee la modalidad de financiación a corto plazo. Indican que el principal beneficio es el ahorro de intereses que supone su empleo, al soportar tipos de intereses nominales más bajos, por poseer menores costes de emisión y renegociación, por la flexibilidad que aporta (adaptando el montante a las necesidades reales) y porque el crédito comercial no posee, a priori, coste explícito alguno. Sin embargo, la deuda a más corto plazo también detenta inconvenientes, ya que la financiación a corto tiene un mayor riesgo de renovación y, por tanto, es mayor la probabilidad de no obtener la financiación requerida más allá de un ejercicio económico.

Desde una perspectiva de la teoría de la señalización, el plazo de vencimiento de la deuda puede utilizarse por parte de la dirección para transmitir información al mercado, al objeto de minorar los costes asociados a la emisión de capital (Flannery, 1986). Sin embargo, y como se ha comentado, la teoría del *pecking order* se sustenta en un problema de información asimétrica por el cual la empresa jerarquiza las fuentes de financiación disponibles: en primer lugar, consume los recursos generados internamente y, a continuación, acude a la financiación externa. Así, sólo con la capacidad de endeudamiento agotada emite capital social. Incorporar la perspectiva de la madurez de la deuda significa que, entre las alternativas de financiación externa, la teoría predice que la empresa prioriza los títulos más seguros, por ser los menos afectados por los costes de información, por lo que inicialmente dispondrá de la financiación a corto, ampliando posteriormente, el plazo de la financiación. No obstante a todo lo anterior, Emery (2001) manifiesta que la elección de un plazo a corto se realiza con el objetivo de evitar la prima de plazo que los proveedores aplican a los tipos de interés a largo plazo, con independencia a las predicciones de las teorías antes mencionadas. Sin embargo, ya sea por una razón u otra, no se altera el orden preferente de empleo de las fuentes de financiación externas.

Una vez analizadas las teorías más relevantes de la estructura financiera y haber estudiado el efecto del vencimiento en las decisiones financieras, el siguiente apartado recoge un extenso análisis de la evidencia empírica que las investigaciones han observado con relación a las teorías modernas descritas en estos apartados. Estas investigaciones se han centrado, además de validar y refutar las predicciones de dichas teorías, en el estudio de los diversos factores que pueden ser determinantes para la comprensión de la dinámica de la estructura de capital de las empresas, adquiriendo relevancia a partir del trabajo de Titman & Wessels (1988).

4. Factores determinantes de la estructura financiera de las empresas

Las investigaciones en el campo de las finanzas relativa a las decisiones de estructura financiera han tratado de dar respuesta a preguntas como las siguientes: ¿qué instrumentos financieros, de pasivo o de patrimonio neto, utilizan las empresas para financiar su actividad económica? ¿De qué depende el uso de uno u otro? ¿Cuál es la relación que guardan, positiva o negativa, respecto a las decisiones de financiación? Desde

Modigliani & Miller (1958) ha habido un vasto número de estudios y publicaciones que han tratado de dar respuesta a estas cuestiones, como se observa en las próximas páginas.

Algunas se han centrado en responder al interrogante de la existencia o no de una estructura financiera óptima como predice la teoría del *trade-off*, desde un enfoque limitado (efecto fiscal) hasta en su sentido más amplio (incluyendo los costes de agencia, como es nuestro caso). Por el contrario, otras han tratado de encontrar evidencia empírica de que no existe una estructura financiera óptima, por lo que sus investigaciones se han centrado en los postulados de la corriente más cercana a la teoría del *pecking order*. Sin embargo, varios estudios han confrontado ambas teorías con la realidad empresarial para dilucidar cuál explica mejor la composición y dinámica de la estructura financiera de las empresas. En este sentido tanto Shyam-Sunder & Myers (1999) como Frank & Goyal (2003) concluyen que la teoría del *pecking order* tiene mayor poder explicativo que la teoría del *trade-off*.

En nuestro caso, como ya se incidió en el capítulo introductorio de esta tesis, el objetivo de la investigación se enmarca en este último tipo de estudio: nuestro interés reside en comprender los entresijos de la estructura financiera de las sociedades cooperativas atendiendo a la aplicación de los principales enfoques teóricos analizados en la literatura científica: la teoría del *trade-off* y la teoría del *pecking order*.

La mayoría de las investigaciones construye modelos a partir de toda clase de variables y técnicas. Estas variables comprenden factores internos y externos como indicadores financieros o características empresariales, representadas en ratios, valores o variables ficticias que tratan de recoger el efecto de cada factor en el nivel de endeudamiento empresarial⁷⁴. Los trabajos referentes como el de Titman & Wessels (1988), el de Harris & Raviv (1991) o más actualmente el de Frank & Goyal (2009), coinciden en identificar los factores que en mayor medida influyen en la determinación de la estructura financiera, aunque también coinciden en que éste no es todavía un capítulo totalmente cerrado. Kumar *et al.* (2017) apoyan esta afirmación al realizar un meta-análisis de los factores empleados en las investigaciones en este campo de los últimos 40 años. Comentan que la mayoría de investigaciones se han basado en empresas de gran tamaño de economías desarrolladas, por lo que animan a seguir avanzando en este campo para explicar los determinantes de la dinámica financiera de empresas que no encajan en ese patrón, como es nuestro caso.

Por tanto, a continuación, se parte de un análisis exhaustivo de los factores determinantes, asociados a las dos teorías predominantes, y la evidencia empírica que las respalda, al objeto de identificar aquellas variables que puedan arrojar algo de luz sobre si estas teorías, o ambas parcialmente, pueden explicar, o no, la dinámica de la composición del mix de financiación de las cooperativas de trabajo asociado de MONDRAGON.

El conjunto de variables independientes estudiadas se corresponde con las que con mayor frecuencia han sido documentadas en la literatura y en las diferentes investigaciones acerca de las decisiones de estructura financiera y para cada uno de ellas, se recoge la justificación de su relación con el nivel de endeudamiento de la empresa, al ser la variable con la que prácticamente la totalidad de estudios representa la estructura financiera. Así,

⁷⁴ Como se observa más adelante el nivel de endeudamiento empresarial es la medida más empleada para representar la estructura financiera de la empresa y, por tanto, constituye la variable dependiente de prácticamente la mayoría de los modelos que han tratado de estudiar las decisiones de financiación.

se muestra, por cada teoría, el factor determinante, el signo esperado y la evidencia empírica observada, dado que hay factores que se emplean de forma diferente en función de la teoría que la sustenta. Posteriormente, se presenta el mismo análisis considerando también la madurez de la deuda.

4.1. Factores determinantes del endeudamiento empresarial según la teoría del *trade-off* y evidencia empírica

Para el análisis de las variables más empleadas en modelos basados en la teoría del *trade-off*, se utiliza la concepción ampliada de esta teoría, la que incluye aquellos factores relacionados con las ventajas e inconvenientes del uso de la deuda, incluyendo los derivados de los costes de agencia. Así, tras la revisión de la literatura se han identificado (y en algún caso, agrupado como un mismo factor) las siguientes variables: los escudos fiscales, los escudos fiscales alternativos a la deuda, la rentabilidad económica, las oportunidades de crecimiento, el tamaño, la estructura del activo, el riesgo, la edad, el sector de actividad y el nivel previo de endeudamiento. A continuación, se expone cada uno de estos factores, acompañados de las investigaciones más relevantes que han obtenido resultados concluyentes.

A. ESCUDOS FISCALES

Como se aprecia en el apartado referente a las teorías que explican el endeudamiento empresarial, la deuda, a través de la deducibilidad de los intereses, presenta una ventaja fiscal frente a los instrumentos de patrimonio neto. Por ello, se espera que las empresas con altos tipos marginales mantengan un nivel de endeudamiento alto, dado que pueden aprovecharse en mayor medida de la deducibilidad de los intereses satisfechos por el empleo de la deuda. Así, debe existir una relación positiva entre el tipo efectivo impositivo y el endeudamiento de la empresa.

Entre los resultados obtenidos, hay muchos autores que encuentran significatividad de esta variable, ajustándose a la predicción de relación positiva considerando esta teoría, como se muestra en la siguiente Tabla 10. Sin embargo, también existen investigaciones que afirman todo lo contrario o incluso aquellas que no encontraron significatividad entre ambas variables.

Tabla 10. Resultados de las principales investigaciones que emplean los escudos fiscales basándose en la Teoría del *trade-off*

Relación favorable con la predicción (positiva)	Scott (1976), De Angelo & Masulis (1980), Haugen & Senbet (1986), Davis (1987), Mackie-Mason (1990a), Graham (1996, 2000), Graham, Lemmo & Schallheim (1998), Sogorb & López (2003), Bas, Muradoglu & Phylaktis (2010) Alipour, Mohammadi & Derakhshan (2011), Chen & Chen (2011), Miguel & Filipe (2015), Clemente (2016)
---	--

Relación (negativa) significativa	contraria o no	Bradley <i>et al.</i> (1984), Titman & Wessels (1988), Fischer <i>et al.</i> (1989), Rodríguez & Azofra (1993), Fama & French (1998), Michaelas <i>et al.</i> (1999), Antoniou, Guney & Paudyal (2002), Frank & Goyal (2009), Handoo & Sharma (2014), Serrasqueiro, Matias & Salsa (2016), Kuč & Kaličanin (2020)
-----------------------------------	----------------	---

Fuente: Elaboración propia

B. ESCUDOS FISCALES ALTERNATIVOS A LA DEUDA

Los denominados escudos fiscales comentados anteriormente se deben, por un lado, a la ventaja fiscal asociada a la deducibilidad de los intereses y por otro, a la existencia de una base gravable suficiente la cual minora dichos intereses. Sin embargo, la empresa posee otros gastos y mecanismos fiscales que le permiten reducir la factura fiscal que deben abonar a Hacienda, lo cual redundaría en la pérdida de atractivo para la empresa en emplear dichos instrumentos financieros. Entre estas alternativas se encuentran las amortizaciones y provisiones, en forma de gasto deducible, y los gastos de I+D, las inversiones o la creación de empleo como deducciones fiscales.

Van Dijk (1997) comenta que la amortización puede ser también un indicador de los activos no corrientes, que pueden representar cierta garantía colateralizable (como se observa más adelante). Sin embargo, al encontrar una relación negativa de esta ratio con el endeudamiento hace pensar que puede no estar relacionado con ese hecho y, por tanto, ser representativo de los escudos fiscales alternativos a la deuda. Otros autores, como Fama & French (2002) o Sogorb (2005) lo han empleado con el mismo fin.

Así, existen muchos autores que apoyan una relación negativa de los escudos fiscales alternativos a la deuda respecto al nivel de endeudamiento, por la reducción del interés fiscal del uso de la deuda como se muestra en la Tabla 11. Sin embargo, también existen autores que defienden todo lo contrario o no han encontrado significatividad en sus estudios.

Tabla 11. Resultados de las principales investigaciones que emplean los escudos fiscales alternativos a la deuda basándose en la teoría del *trade-off*

Relación favorable con la predicción (negativa)	Scott & Martin (1975), Bowen, Daley & Huber (1982), Kim & Sorensen (1986), Barton, Duchon & Dunegan (1989), Prowse (1990), Givoly, Hayn, Ofer and Sarig (1992), Rodríguez & Azofra (1993), Wald (1999), Wiwattanakantag (1999), Fama & French (2000), De Miguel & Pindado (2001, 2007), Ozkan (2001), Sogorb & López (2003), Bauer (2004), Acedo (2005), Sogorb (2005), Huang & Song (2006), Sayilgan, Karabacak & Küçükkocaoğlu (2006), Antoniou, Guney & Paudyal (2008), López & Sogorb (2008), Clemente (2016), Bajramovi (2017), Li & Stathis (2017), Gutiérrez, Morán & Posas (2019)
Relación (positiva) o no significativa	Bradley <i>et al.</i> (1984), Long & Malitz (1985), Titman & Wessels (1988), Saá (1991), Bathala, Moon & Rao (1994), Homaifar, Zietz & Benkato (1994), Bathala & Rao (1995), Demirgüç-Kunt & Maksimovic (1996), Saá (1996), Brailsford, Oliver & Pua (1999), Chen (2004), Antoniou <i>et al.</i> (2008), Rodeiro, Fernández, Otero & Rodríguez (2010),

	Serrasqueiro <i>et al.</i> (2016), Castro, Tascón, & Amor-Tapia (2016), Lourenço & Oliveira (2017)
--	--

Fuente: Elaboración propia

C. RENTABILIDAD ECONÓMICA

La rentabilidad es uno de los factores más empleados en este tipo de investigaciones. A nivel teórico y según la teoría del *trade-off*, se espera que la rentabilidad tenga una relación positiva con el endeudamiento. Es decir, las empresas con una elevada rentabilidad tenderán a tener un mayor nivel de deuda, debido a que al poseer mayores beneficios gravables es mayor el interés de la empresa en aprovechar la deducibilidad de los intereses de la deuda. A su vez, una mayor rentabilidad será indicativo de una disminución en el riesgo de quiebra de la empresa, al poseer mayor capacidad de atender las obligaciones contraídas, y, por tanto, una menor influencia de los costes de dificultades financieras. Los principales resultados observados se recogen en la siguiente tabla:

Tabla 12. Resultados de las principales investigaciones que emplean la rentabilidad basándose en la teoría del *trade-off*

Relación favorable con la predicción (positiva)	Scott (1976), De Angelo y Masulis (1980), Long & Malitz (1985), Haugen y Senbet (1986), Mackie-Mason (1990a), Smith & Watt (1992), Rodríguez & Azofra (1993), Kremp, Stöss & Gerdersmeier (1999), Banerjee, Heshmati & Wihlborg (2000), Gaud, Jani, Hoesli & Bender (2005), Rodeiro <i>et al.</i> (2010), Pinková (2012), Richard & Oluwatosin (2014), Bajramovi (2017)
Relación contraria (negativa) o no significativa	Bradley <i>et al.</i> (1984), Kester (1986), Titman & Wessels (1988), Baskin (1989), Barclay, Smith & Watts (1995), Rajan & Zingales (1995), Graham (1996), Van der Wijst (1997), Brailsford <i>et al.</i> (1999), Fama & French (2000), De Miguel & Pindado (2001), Allayannis, Brown, & Klapper (2003), Bauer (2004), Chen (2004), Buferna, Bangassa & Hodgkinson (2005), Bas <i>et al.</i> (2010), Jovanovic (2015), Lourenço & Oliveira (2017)

Fuente: Elaboración propia

Como puede observarse, también es elevado el número de investigaciones que alcanza resultados contrarios a la predicción, ya sea por demostrar una relación negativa con el endeudamiento o por no hallar una relación significativa entre estas variables.

D. OPORTUNIDADES DE CRECIMIENTO

Las oportunidades de crecimiento, también definidas como oportunidades de inversión, representan las expectativas futuras de beneficios y teóricamente se espera una relación negativa con el endeudamiento empresarial, es decir, que a mayores oportunidades de crecimiento menor será la tasa de endeudamiento (Myers, 1977; Jensen & Meckling, 1976).

Es uno de los factores cuya medición presenta mayor divergencia entre las personas investigadoras, empleándose con más asiduidad ratios de crecimiento del total activo, del activo no corriente o de las ventas. Otros relacionan este factor con la inversión que las empresas realizan en activos intangibles, por ser lo que puede inducir el crecimiento futuro

de la empresa (García & Sánchez, 2009). Este hecho, sin embargo, puede dificultar la obtención de financiación puesto que desde un punto de vista de garantía, ante un incumplimiento de la empresa, estos activos apenas poseen valor y, por tanto, las empresas se financian en mayor medida vía fondos propios (Rajan & Zingales, 1995). También se asocia con menores ventajas fiscales, dado que empresas con alto crecimiento suelen presentar menor renta gravable con la que aprovechar la ventaja impositiva de la deuda y por ello, suelen poseer menor volumen de endeudamiento (Friend & Lang, 1988).

Sin embargo, otros autores apuestan por una relación positiva al proponer que las personas acreedoras pueden interpretar mayores oportunidades de crecimiento con más posibilidad de generar ventajas competitivas, que a su vez sirvan como garantía del cumplimiento de las obligaciones contraídas por la empresa (Menéndez, 2001; González & González, 2012; Lim *et al.*, 2020). Sin embargo, existe un posicionamiento más claro bajo el enfoque del *trade-off* hacia la defensa de relaciones inversas.

Los resultados obtenidos en las principales investigaciones que plasman las variables según la teoría del *trade-off*, se presentan a continuación:

Tabla 13. Resultados de las principales investigaciones que emplean las oportunidades de crecimiento basándose en la teoría del *trade-off*

Relación favorable con la predicción (negativa)	Bradley <i>et al.</i> (1984), Long & Malitz (1985), Smith & Watt (1992), Chung (1993), Rodríguez & Azofra (1993), Homaifar <i>et al.</i> (1994), Barclay <i>et al.</i> (1995), Rajan & Zingales (1995), Johnson (1997), Van der Wijst (1997), Cuñat (1999), Brailsford <i>et al.</i> (1999), Kremp <i>et al.</i> (1999), Michaelas <i>et al.</i> (1999), Wald (1999), Wiwattanakantag (1999), Ozkan (2001), Bevan & Danbolt (2002), Antoniou <i>et al.</i> (2002), Bauer (2004), Harvey <i>et al.</i> (2004), Acedo (2005), Buferna <i>et al.</i> (2005), Gaud <i>et al.</i> (2005), Huang & Song (2006), Sayilgan <i>et al.</i> (2006), Antoniou <i>et al.</i> (2008), López & Sogorb (2008), Kayo & Kimura (2011), Mugosa (2015), Alipour, Mohammadi & Derakhshan (2015), Nejad & Wasiuzzaman (2015), Güner (2016)
Relación contraria (positiva) o no significativa	Kester (1986), Titman & Wessels, (1988), Givoly <i>et al.</i> (1992), Graham (1996), Chittenden <i>et al.</i> (1996), Arjona, Viala & Wagenvoort (1998), Jordan, Lowe, & Taylor (1998), Menéndez (2000), Jovanovic (2015), Lourenço & Oliveira (2017)

Fuente: Elaboración propia

E. ESTRUCTURA DEL ACTIVO

La estructura del activo habitualmente se relaciona con la composición que presentan los bienes y derechos de la empresa como aproximación a la garantía colateral que pueden ofrecer. En este sentido a mayor tangibilidad del activo aumenta la garantía percibida por el proveedor de financiación a la hora de conceder los fondos, al contrario de lo comentado con relación a las oportunidades de crecimiento y a los activos intangibles relacionados con estos. Por tanto, una estructura con mucho activo colateralizable puede facilitar el aumento del endeudamiento sin que ello presente mayores costes de dificultades financieras o costes de agencia. Por otro lado, también existen investigaciones que han interpretado la estructura del activo como la relación de activo no corriente que presenta la empresa respecto al total activo, aunque la relación esperada es la misma.

Sin embargo, es posible relacionar un nivel alto de activo tangible con empresas que presenten créditos fiscales a la inversión o altos niveles de amortización que reduzcan el valor de la ventaja fiscal de la deuda (Balakrishnan & Fox, 1993), por lo que pueden colisionar ambas justificaciones. No obstante, la mayoría de los trabajos esperan que la estructura del activo tenga una relación positiva con el endeudamiento total, es decir, que las empresas con mayor proporción de activos no corrientes materiales tengan mayor nivel de endeudamiento.

Los resultados de las principales publicaciones que incorporan la estructura del activo como variable explicativa se presentan en la Tabla 14:

Tabla 14. Resultados de las principales investigaciones que emplean la estructura del activo basándose en la teoría del *trade-off*

Relación favorable con la predicción (positiva)	Myers (1977), Marsh (1982), Bradley <i>et al.</i> (1984), Long & Malitz (1985), Harris & Raviv (1990), Mackie-Mason (1990a), Mato (1990), Prowse (1990), Smith & Watt (1992), Balakrishnan & Fox (1993), Rajan & Zingales (1995), Arjona <i>et al.</i> (1998), Jordan <i>et al.</i> (1998), Kremp <i>et al.</i> (1999), Michaelas <i>et al.</i> (1999), Wald (1999), Hall <i>et al.</i> (2000), Booth <i>et al.</i> (2001b), Menéndez (2001), Omet & Nobanee (2001), Bevan & Danbolt (2002), Antoniou <i>et al.</i> (2002), Frank & Goyal (2003), Sogorb & López (2003), Chen (2004), Buferna <i>et al.</i> (2005), Gaud <i>et al.</i> (2005), Sayilgan <i>et al.</i> (2006), Vendrell (2008), Antoniou <i>et al.</i> (2008), Frank & Goyal (2009), Bas <i>et al.</i> (2010), Ahmed Sheikh & Wang (2011), Kayo & Kimura (2011), Pinková (2012), Handoo & Sharma (2014), Castro <i>et al.</i> (2016), Serrasqueiro <i>et al.</i> (2016), Bajramovi (2017), Thanh & Huong (2017), Yildirim, Masih, & Bacha (2018)
Relación contraria (negativa) o no significativa	Titman & Wessels (1988), Ozkan (2001), Allayannis <i>et al.</i> (2003), Bauer (2004), Psillaki & Daskalakis (2009), Alipour <i>et al.</i> (2011), Thi Nguyen <i>et al.</i> (2014), Jovanovic (2015), Lourenço & Oliveira (2017), Sofat & Singh (2017), Oktavina, Manalu & Yuniarti (2018)

Fuente: Elaboración propia

F. TAMAÑO

El tamaño empresarial constituye otra variable a considerar a la hora de estudiar el nivel de endeudamiento, siendo numerosos los estudios que lo han empleado. Ya en la década de los 70 se encontraban diferencias significativas en la estructura del pasivo de las empresas en cuanto a la dimensión de estas se refiere y son muchas las investigaciones que han centrado su análisis exclusivamente en este factor.

En este sentido, desde el punto de vista de la teoría del *trade-off*, el endeudamiento aumenta a medida que las empresas adquieren mayor volumen, por estar estas más diversificadas y, por lo tanto, suponer menor riesgo de entrar en una situación de concurso. Como comentan Rajan & Zingales (1995), el tamaño puede representar la probabilidad de quiebra de forma inversa, al suponer que las de mayor tamaño poseen menores costes marginales de quiebra y, también, menos posibilidades de entrar en situación concursal.

Por otro lado, presentan menores ventajas fiscales asociadas a la deuda al suponerles a las empresas de menor tamaño menores ingresos gravables y, por tanto, menor capacidad de deducir los intereses de la deuda. Además, según la teoría de la agencia puede relacionarse el tamaño y los problemas que pueden derivar entre la dirección y la parte acreedora, dado que cuanto más tamaño tiene la empresa mayores garantías podrá aportar la persona directiva frente a la acreedora. Así mismo, cuanto menor es la dimensión empresarial disminuye la asimetría informativa entre la dirección y la propiedad, coincidiendo en la misma persona en muchos casos cuando se trata de pequeñas empresas (Bradley *et al.*, 1984; Titman & Wessels, 1988).

Así, bajo los supuestos de esta teoría, la mayoría de los autores esperan encontrar una relación positiva del endeudamiento total con el tamaño de la empresa, cuestión en la que coinciden multitud de personas investigadoras que aportan evidencia empírica, tal y como se muestra en la siguiente tabla:

Tabla 15. Resultados de las principales investigaciones que emplean el Tamaño como variable según la teoría del *trade-off*

Relación favorable con la predicción (positiva)	Bates (1971), Scott & Martin (1975), Jensen & Meckling (1976), Kim & Sorensen (1986), Friend & Lang (1988), Titman & Wessels (1988), Crutchley & Hanson (1989), Van der Wijst (1989, 1997), Mato (1990), Ang (1992), Smith & Watt (1992), Klein & Belt (1993), Rodríguez & Azofra (1993), Scherr, Sugrue & Ward (1993), Van der Wijst & Thurik (1993), Homaifar <i>et al.</i> (1994), Petersen & Rajan (1994), Hutchinson (1995), Rajan & Zingales (1995), Chittenden <i>et al.</i> (1996), Graham (1996, 1999), Berger & Udell (1998), Wald (1999), Wiwattanakantang (1999), Brailsford <i>et al.</i> (1999), Hall <i>et al.</i> (2000), Booth <i>et al.</i> (2001b), Menéndez (2001), Romano, Tanewski & Kosmas (2001), Omet & Nobanee (2001), Bevan & Danbolt (2002), Antoniou <i>et al.</i> (2002), Sogorb (2002), Fama & Frech (2002), Frank & Goyal (2003), Sogorb & López (2003), Bauer (2004), Sánchez (2004), Acedo (2005), Buferna <i>et al.</i> (2005), Bougheas, Mizen & Yaicin (2006), Jiménez & Palacín (2007), Vendrell (2008), Antoniou <i>et al.</i> (2008), López & Sogorb (2008), Frank & Goyal (2009), Ahmed Sheikh & Wang (2011), Thi Nguyen, Díaz & Gregoriou (2014), Richard & Oluwatosin (2014), Miguel & Filipe (2015), Mugosa (2015), Serrasqueiro <i>et al.</i> (2016), Thanh & Huong (2017), Gutiérrez <i>et al.</i> (2019)
Relación (negativa) o no significativa	Remmers, Stonehill, Wright, & Beekhuisen (1974), Ferri & Jones (1979), Peterson & Shulman (1987), Holmes & Kent (1991), Givoly <i>et al.</i> (1992), Chung (1993), Barclay <i>et al.</i> (1995), Jordan <i>et al.</i> (1998), López & Aybar (2000), Cardone & Cazorla (2001), Ozkan (2001), Segura & Toledo (2003), Alipour <i>et al.</i> (2011), Bajramovi (2017)

Fuente: Elaboración propia

G. RIESGO

El riesgo también ha sido una variable considerada como una variable relevante bajo un enfoque de teoría del *trade-off* que trata de explicar la estructura financiera que presentan las empresas. En general, relacionan este factor con el riesgo empresarial o la probabilidad de quiebra y, por tanto, con la estabilidad o volatilidad de los resultados de la empresa

como indicativo de la capacidad de la empresa de asumir los compromisos de pago derivados de la deuda. Por ello, autores como Bradley *et al.* (1984), Titman & Wessels (1988) y Jordan *et al.* (1998), pronostican una relación negativa para esta variable.

Como con el resto de las variables, en la siguiente Tabla 16 se muestran los resultados obtenidos en las investigaciones analizadas, incorporando, además, aquellas investigaciones que siguiendo las predicciones del *trade-off* no han hallado la relación esperada.

Tabla 16. Resultados de las principales investigaciones que emplean el riesgo basándose en la teoría del *trade-off*

Relación favorable con la predicción (negativa)	Bradley <i>et al.</i> (1984), Titman & Wessels (1988), Prowse (1990), Mackie-Mason (1990a), Givoly <i>et al.</i> (1992), Homaifar <i>et al.</i> (1994), Brailsford <i>et al.</i> (1999), Wald (1999), Omet & Nobanee (2001), Booth <i>et al.</i> (2001b), Antoniou <i>et al.</i> (2002), Ahmed Sheikh & Wang (2011), Handoo & Sharma (2014), Clemente (2016), Oktavina <i>et al.</i> (2018), Nguyen & Nguyen (2020)
Relación (negativa) significativa	Kim & Sorensen (1986), Michaelas <i>et al.</i> (1999), Menéndez (2000), Chen (2004), Antoniou <i>et al.</i> (2008), Sofat & Singh (2017), Vijayakumaran & Vijayakumaran (2018)
Relación contraria o no	

Fuente: Elaboración propia

EDAD

La edad es también otro de los indicadores que se ha incluido en distintos modelos que han tratado de explicar las decisiones de estructura financiera de la empresa. En este sentido, y en aplicación de la teoría del *trade-off*, se espera que esta variable presente una relación positiva respecto del endeudamiento, lo cual se traduce en que las empresas maduras posean mayores niveles de endeudamiento que las empresas más jóvenes. Esto se debe a que la antigüedad de la empresa puede estar recogiendo el historial de solvencia de la empresa como forma de medir la relación que la empresa mantiene con los proveedores de los fondos (Sharpe, 1990; Diamond, 1991; Rajan, 1992; Boot, 2000).

Los resultados observados en los estudios científicos relativos al factor edad se resumen en la siguiente Tabla:

Tabla 17. Resultados de las principales investigaciones que emplean la edad basándose en la teoría del *trade-off*

Relación favorable con la predicción (positiva)	Van der Wijst (1989), Sharpe (1990), Diamond (1991), Bates (1991), Barclay & Smith (1996), Berger & Udell (1998), Boot (2000), Frank & Goyal (2003), Acedo (2005), Bougheas <i>et al.</i> (2006), Vendrell (2008), Frank & Goyal (2009), Rodeiro <i>et al.</i> (2010), Vijayakumaran & Vijayakumaran (2018)
Relación (negativa) significativa	Romano <i>et al.</i> (2001), Handoo & Sharma (2014)
Relación contraria o no	

Fuente: Elaboración propia

I. SECTOR DE ACTIVIDAD

Aunque no es unánime la utilización del sector como factor, muchas investigaciones analizadas han incluido de alguna forma una variable que recoge su efecto. Según la teoría del *trade-off*, el efecto sector está ligado al objetivo de endeudamiento medio de la industria y, por tanto, las empresas tratan de acercarse a la media de endeudamiento de las empresas del mismo sector. En este sentido, Ghos & Cai ((2011)) evidencian que las empresas sólo se ajustan a la media del sector cuando están por encima de éste, mientras que le es indiferente si están por debajo de este nivel.

Por otro lado, este factor puede recoger una serie de variables omitidas en los distintos modelos, como apuntan Frank & Goyal (2004), por lo que siempre es recomendable incorporar alguna *proxy* representativa de su efecto. Kumar, Panda & Nanda (2020) concluyen que los determinantes específicos para cada sector son únicos pero con diferencias entre ellos. En general, cada sector se ve afectado por la tangibilidad de sus activos, por las oportunidades de crecimiento, por la tasa impositiva efectiva, por los escudos fiscales alternativos a la deuda, por los flujos de caja, por la rentabilidad y por el tamaño, además de por los factores macroeconómicos e institucionales. Estos autores encuentran un fuerte equilibrio de dichos factores para explicar el endeudamiento empresarial a largo plazo, destacando más los factores específicos que los relacionados con el entorno empresarial. Nejad & Wasiuzzaman (2015) emplean el endeudamiento medio, la liquidez del sector y la concentración del mismo para probar la influencia del sector, siendo significativos los dos primeros. Así, estos autores demuestran una relación positiva con el endeudamiento medio de la industria, y del signo contrario respecto de la liquidez.

En este caso, se presentan los estudios que han incluido y han obtenido resultados empleando el sector de actividad en modelos basados en la teoría del *trade-off*.

Tabla 18. Resultados de las principales investigaciones que emplean el sector de actividad basándose en la teoría del *trade-off*

Relación favorable con la predicción (significativa)	Schwartz & Arson (1967), Scott & Martin (1975), Masulis (1983), Bradley <i>et al.</i> (1984), Long & Malitz (1985), Azofra (1986), Kester (1986), Harris & Raviv (1991), Brailsford <i>et al.</i> (1999), Michaelas <i>et al.</i> (1999), Hall <i>et al.</i> (2000), López & Aybar (2000), Hovakimian, Opler & Titman (2001), Menéndez (2001), Fama & Frech (2002), Vázquez, Fernández & Montes (2002), Frank & Goyal (2003), Bauer (2004), Frank & Goyal (2004), Acedo (2005), Jiménez & Palacín (2007), Frank & Goyal (2009), Ghosh & Cai (2011), Li & Islam (2019)
Relación no significativa	Ferri & Jones (1979), Balakrishnan & Fox (1993), Rodríguez & Azofra (1993), Arjona <i>et al.</i> (1998), Allayannis <i>et al.</i> (2003), Miguel & Filipe (2015)

Fuente: Elaboración propia

J. NIVEL DE ENDEUDAMIENTO PREVIO

El nivel de endeudamiento previo, o emisión de nueva deuda como la denominan otros autores, ha sido considerada también como variable influyente en la determinación de la estructura financiera de las empresas. Así lo consideran, por ejemplo, Mato (1990) o

Vendrell (2008), quienes razonan que la estructura financiera previa puede favorecer o entorpecer la emisión de nueva deuda, por lo que este factor puede presentar un signo positivo o negativo.

Otros, en cambio, opinan que si se diera una relación positiva entre el nivel de endeudamiento actual y el anterior se debe a la existencia de un proceso de ajuste en el mismo hacia la ratio objetivo propuesta en aplicación de la teoría del *trade-off* (Kremp *et al.*, 1999; Antoniou *et al.*, 2002; Ozkan, 2001). Dicho de otra manera, puede justificarse la emisión de nueva deuda como reacción de la empresa debido a encontrarse por debajo de su nivel de endeudamiento óptimo (Marsh, 1982).

Tabla 19. Resultados de las principales investigaciones que emplean el nivel de endeudamiento previo basándose en la teoría del *trade-off*

Relación favorable con la predicción (significativa, positiva o negativa)	Marsh (1982), MacKie-Mason (1990b), Mato (1990), Kremp <i>et al.</i> (1999), De Miguel & Pindado (2001), Hovakimian <i>et al.</i> (2001), Ozkan (2001), Fama & Frech (2002), Antoniou <i>et al.</i> (2002, 2006, 2008), Gaud <i>et al.</i> (2005), Navarrete (2012), Jovanovic (2015), Nejad & Wasiuzzaman (2015)
Relación no significativa	Shyam-Sunder & Myers (1999), Leary & Roberts (2005)

Fuente: Elaboración propia

4.2. Factores determinantes del endeudamiento empresarial según la teoría del *pecking order* y evidencia empírica

A la hora de determinar las variables más relevantes asociadas a la teoría del *pecking order* las predicciones no se basan en cómo estas permiten alcanzar un nivel óptimo de endeudamiento. Como se ha visto, esta teoría relaciona las decisiones con sus necesidades financieras derivadas de los proyectos de inversión, y, por tanto, revela los vínculos de los factores a través del efecto que tienen estos con los costes de la asimetría de información y con los costes de transacción.

Así, y tras una revisión de los trabajos empíricos de la literatura, se deduce que las variables más empleadas en los modelos basados en esta teoría son: la rentabilidad económica, las oportunidades de crecimiento, el tamaño, la estructura del activo, la edad, la liquidez, el sector de actividad y el nivel previo de endeudamiento. A continuación, se expone cada uno de estos factores y sus predicciones, acompañados de los resultados de las investigaciones más relevantes que los han estudiado.

A. RENTABILIDAD ECONÓMICA

La teoría del *pecking order* predice que las empresas sólo emplean instrumentos de deuda cuando hayan agotado los recursos internos generados por la empresa. Por ello, las empresas más rentables son las que en menor medida hacen uso del endeudamiento, ya que se les supone una mayor capacidad de autofinanciación. Por el contrario, las menos rentables serán las que presenten mayores niveles de deuda, debido a que con mayor

probabilidad los recursos internos pueden resultar insuficientes para financiar sus necesidades. Por tanto, se espera una relación negativa entre el nivel de endeudamiento (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984) y contraria a la predicción del *trade-off*, dando lugar a menores ratios de endeudamiento cuanto más elevada sea la rentabilidad económica.

Los resultados observados en los estudios científicos son abrumadoramente coincidentes con la predicción de esta teoría como se puede observar en la siguiente Tabla 20:

Tabla 20. Resultados de las principales investigaciones que emplean la rentabilidad basándose en la teoría del *pecking order*

Relación favorable con la predicción (negativa)	Toy, Stonehill, Remmers, Wright & Beekhuisen (1974), Kester (1986), Barton & Gordon (1988), Friend & Lang (1988), Titman & Wessels (1988), Allen & Mizuno (1989), Baskin (1989), Jensen, Solberg & Zorn (1992), Van der Wijst & Thurik (1993), Rodríguez (1993), Taylor & Lowe (1995), Rajan & Zingales (1995), Chittenden <i>et al.</i> (1996), Arjona <i>et al.</i> (1998), Shyam-Sunder & Myers (1999), Michaelas <i>et al.</i> (1999), Wald (1999), Wiwattanakantag (1999), Graham (2000), Fama & French (2000), Graham & Harvey (2001), Ozkan (2001), Booth <i>et al.</i> (2001b), De Miguel & Pindado (2001), Fama & Frech (2002), Antoniou <i>et al.</i> (2002, 2008), Bevan & Danbolt (2002), Frank & Goyal (2003), Sánchez (2004), Acedo (2005), Gaud <i>et al.</i> (2005), Azofra <i>et al.</i> (2007), Otero, Fernández, & Vivel (2007), López & Sogorb (2008), Frank & Goyal (2009), Bas <i>et al.</i> (2010), Franco, López & Muñoz (2010), Ahmed Sheikh & Wang (2011), Chen & Chen (2011), Kayo & Kimura (2011), Alipour <i>et al.</i> (2011), Thi Nguyen <i>et al.</i> (2014), Miguel & Filipe (2015), Mugosa (2015), Kakilli (2015), Paredes, Ángeles & Flores (2016), Castro <i>et al.</i> (2016), Güner (2016), Singh (2016), Serrasqueiro <i>et al.</i> (2016), Sofat & Singh (2017), Thanh & Huong (2017), Yildirim <i>et al.</i> (2018), Vásquez & Lamothe (2018), Rojas, Parodi, & Vega (2019), Gutiérrez <i>et al.</i> (2019), Nguyen & Nguyen (2020)
Relación contraria (positiva) o no significativa	Barton <i>et al.</i> (1989), Jordan <i>et al.</i> (1998), Hall <i>et al.</i> (2000), Menéndez (2001)

Fuente: Elaboración propia

B. OPORTUNIDADES DE CRECIMIENTO

En cuanto al factor oportunidades de crecimiento, la teoría del *pecking order* predice, teóricamente, que las empresas con mayores oportunidades de crecimiento tienden a poseer un mayor nivel de endeudamiento. Según Myers (1984), el endeudamiento será mayor cuando haya un exceso de necesidades de fondos generados internamente ante las posibilidades de inversión planteadas. En cambio, cuando una empresa carezca de expectativas de crecimiento, presentará un menor endeudamiento, al poder ser asumido por la reinversión de beneficios de la empresa. Por ello, como las oportunidades de inversión aumentan las necesidades de financiación, la empresa sigue el orden jerárquico establecido por esta teoría y financia su excedente de oportunidades con deuda, por lo que se espera una relación positiva de este factor con el nivel de apalancamiento empresarial.

En este caso, en la Tabla 21 se presentan los estudios que han incluido la variable oportunidades de crecimiento y han obtenido resultados empleando modelos basados en la teoría del *pecking order*, tanto en los casos que hallan una relación coincidente con la predicción como contraria a la misma.

Tabla 21. Resultados de las principales investigaciones que emplean las oportunidades de crecimiento basándose en la teoría del *pecking order*

Relación favorable con la predicción (positiva)	Myers (1984), Harris & Raviv (1991), Graham (1996), Jordan <i>et al.</i> (1998), Aybar, Casino & López (2000), De Miguel & Pindado (2001), Goyal, Lehn, & Racic (2002), Sogorb & López (2003), Frank & Goyal (2003), Benito (2003), Boedo & Iglesias (2004), Chen (2004), Otero <i>et al.</i> (2007), Adam & Goyal (2008), Chen & Chen (2011), González & González (2012), Thi Nguyen <i>et al.</i> (2014), Miguel & Filipe (2015), Kakilli (2015), Singh (2016), Serrasqueiro <i>et al.</i> (2016), Bajramovi (2017), Thanh & Huong (2017)
Relación contraria o no significativa	Smith & Watt (1992), Barclay & Smith (1996), Azofra & Fernández (1999), Antoniou <i>et al.</i> (2002), Castro <i>et al.</i> (2016), Serrasqueiro <i>et al.</i> (2016), Nguyen & Nguyen (2020)

Fuente: Elaboración propia

C. ESTRUCTURA DEL ACTIVO

La naturaleza del activo en el que invierte la empresa aporta una ventaja importante en la determinación de la estructura financiera de la empresa en cuanto al acceso a las fuentes de financiación (Rajan & Zingales, 1995). En este sentido, y como ha advertido en el apartado anterior, los activos tangibles ofrecen mayor garantía colateralizable y ello, permite reducir la asimetría informativa en la obtención de financiación, al evitar o disminuir los costes asociados a estos. Por ello, esta teoría predice una relación positiva entre la intensidad de activo colateralizable de una empresa y su nivel de apalancamiento (Myers & Majluf, 1984).

Sin embargo, otros autores basándose en los mismos preceptos consideran que la tangibilidad que los activos presentan en su estructura de inversión si bien puede reducir la asimetría informativa, también produce el mismo efecto sobre el incentivo de las empresas en aumentar su endeudamiento, al convertir las ampliaciones de capital en menos costosas (Harris & Raviv, 1991). Sin embargo, también sostienen que la presencia de mayores activos intangibles, al aportar menores garantías al conjunto de acreedores financieros, aumentan la asimetría informativa existente, por lo que auguran que, en estos casos, acudan en mayor medida al endeudamiento antes que a las ampliaciones de capital. Por otro lado, López & Aybar (2000) argumentan que independientemente de su naturaleza tangible o intangible, una estructura con mayor proporción de activos no corrientes produce mayor capacidad de generación de recursos internos debido a las dotaciones de amortización. Por ello, proponen una relación negativa entre el endeudamiento y la proporción de activos no corrientes.

Así, según Frank & Goyal (2009), los resultados hallados en los diferentes estudios empíricos respecto al signo de la relación son ambiguos y por tanto, en la siguiente Tabla

22 se muestran las investigaciones que defienden una y otra relación con el nivel de apalancamiento siguiendo la teoría del *pecking order*.

Tabla 22. Resultados de las principales investigaciones que emplean la estructura del activo basándose en la teoría del *pecking order*

Relación favorable con la predicción (positiva)	Beste (1987), Azofra & De Miguel (1991), Jordan <i>et al.</i> (1998), Aybar <i>et al.</i> (2000), Frank & Goyal (2003), Bougheas <i>et al.</i> (2006), Antoniou <i>et al.</i> (2008), Noulas & Genimakis (2011), Hernández & Ríos (2012), Mugosa (2015), Serrasqueiro <i>et al.</i> (2016), Paredes <i>et al.</i> (2016)
Relación (negativa) significativa	Harris & Raviv (1991), López & Aybar (2000), Frank & Goyal (2009), Franco <i>et al.</i> (2010), González & González (2012), Rojas <i>et al.</i> (2019), Nguyen & Nguyen (2020),

Fuente: Elaboración propia

D. TAMAÑO

Al igual que en la teoría del *trade-off*, en esta teoría el factor tamaño también está muy presente en las investigaciones y aunque difieran los argumentos que lo justifican, el pronóstico de la relación es la misma: cuanto mayor es el tamaño empresarial el endeudamiento también será más considerable. Esto ocurre, según el enfoque del *pecking order*, debido a que los problemas de información asimétrica son menores a medida que aumenta la dimensión empresarial. Las empresas más grandes preparan mayor información para los proveedores de fondos y los mercados (Rajan & Zingales, 1995), mejorando el acceso no sólo para el caso de emitir deuda sino también para ampliar capital. Además, las empresas de mayor tamaño incurren en menores gastos de transacción tanto en la emisión de instrumentos de financiación ajena como en los procesos de ampliaciones de capital. Por todo ello, se constata una relación positiva entre el tamaño y el nivel de endeudamiento total, si bien los resultados observados en los estudios científicos no son uniformes.

La evidencia observada, coincidente o no con la predicción de esta teoría, se resume en la siguiente tabla:

Tabla 23. Resultados de las principales investigaciones que emplean el tamaño basándose en la teoría del *pecking order*

Relación favorable con la predicción (positiva)	Fazzari <i>et al.</i> (1988), Rajan & Zingales (1995), Barclay & Smith (1996), Banerjee <i>et al.</i> (2000), Menéndez (2001), Frank & Goyal (2003), Gaud <i>et al.</i> (2005), Frank & Goyal (2009), Noulas & Genimakis (2011), Mugosa (2015), Serrasqueiro <i>et al.</i> (2016), Singh (2016), Thanh & Huong (2017), Vásquez & Lamothe (2018), Rojas <i>et al.</i> (2019)
Relación (negativa) significativa	López & Aybar (2000), Campos Méndez (2000), Calvo-Flores, García & Arques (2000), Aybar, Casino, & López (2001), Segura & Toledo (2003), García & Martínez (2004), Frank & Goyal (2004), Otero <i>et al.</i> (2007), Frank & Goyal (2009), González y González (2012), Pinková (2012), Kakilli (2015), Güner (2016)

Fuente: Elaboración propia

E. RIESGO

En este caso, el riesgo se asocia con la variabilidad de los beneficios operativos e, incluso, con la volatilidad de los flujos de caja de la empresa. Esta dispersión transmite cierta incertidumbre al proveedor de fondos de la empresa, por lo que es de esperar que, o bien racione el crédito concedido, o empeore las condiciones de financiación. Por tanto, equiparan las empresas con más riesgo con las que mayores problemas de asimetría informativa presentan, así que es de esperar que estas empresas detenten un menor nivel de endeudamiento comparativamente con las que exhiban unos beneficios más estables en el tiempo.

A continuación, se recoge en la Tabla 24 la evidencia empírica observada con relación al factor riesgo:

Tabla 24. Resultados de las principales investigaciones que emplean el riesgo basándose en la teoría del *pecking order*

Relación favorable (negativa) con la predicción	Fazzari <i>et al.</i> (1988), Sogorb & López (2003), Noulas & Genimakis (2011), D'Amato (2020)
Relación contraria (positiva) o no significativa	Barclay & Smith (1995), Padilla, Rivera & Ospina (2015), Tulcanaza & Lee (2019)

Fuente: Elaboración propia

F. EDAD

La edad es otra de las variables que las personas investigadoras asocian a la teoría del *pecking order*, aunque con distinto sentido. Al contrario de la teoría del *trade-off*, en este caso la teoría predice una relación negativa con el nivel de endeudamiento total, debido principalmente a que las empresas de mayor antigüedad han tenido más ejercicios económicos para acumular reservas y, por esta razón, se espera que las empresas posean un menor nivel de apalancamiento (Myers & Majluf, 1984).

Bhama, Jain & Yadav (2018) analizan los patrones de financiación de empresas jóvenes, medianas y maduras en función de sus déficits de financiación y su cobertura según los instrumentos financieros emitidos: sólo deuda, sólo capital o una opción mixta. Esta investigación trata de comprobar si su comportamiento se aproxima a los postulados de la teoría del *pecking order* y a partir de su estudio demuestran que el patrón seguido es diferente según la antigüedad de la empresa.

En la siguiente Tabla 25 se muestra la relación observada entre la edad y el nivel de apalancamiento empresarial según la predicción de esta teoría:

Tabla 25. Resultados de las principales investigaciones que emplean la edad basándose en la teoría del *pecking order*

Relación favorable (negativa) con la predicción	Myers & Majluf (1984), Petersen & Rajan (1994), Petersen & Rajan (1995), Chittenden <i>et al.</i> (1996), Arjona <i>et al.</i> (1998), Berger & Udell (1998), Michaelas <i>et al.</i> (1999), Hall <i>et al.</i> (2000), Aybar <i>et al.</i> (2001), Sogorb & López (2003), López, Casino & Aybar (2004), Otero <i>et al.</i> (2007), López & Sánchez (2007), López & Sogorb (2008), Vendrell
---	---

		(2008), Noulas & Genimakis (2011), Navarrete (2012), Miguel & Filipe (2015), Debnath (2015)
Relación (negativa) significativa	contraria o no	Van der Wijst (1989), Wiwattanakantag (1999), Cardone & Cazorla (2001), Bougheas <i>et al.</i> (2006), Bhama <i>et al.</i> (2018)

Fuente: Elaboración propia

G. LIQUIDEZ

Al hilo de lo comentado anteriormente, para la teoría del *pecking order* la generación interna de recursos va en detrimento del endeudamiento empresarial. En este sentido, Myers (1984) apunta que las empresas con menores oportunidades de inversión y *cash flows* altos presentan bajas ratios de endeudamiento, mientras que las empresas de alto crecimiento con flujos de caja reducidos poseen ratios más elevadas. Por ello, razonan una relación negativa entre los flujos de caja producidos y el nivel de endeudamiento total. Otras investigaciones como la de Antoniou *et al.* (2006) utilizando el mismo enfoque predicen una relación negativa entre el apalancamiento de una empresa y la liquidez, justificando que las empresas con activos más líquidos puedan ser las que mejores condiciones presenten para hacer frente a las obligaciones contraídas.

Así, es amplia la literatura que utiliza un razonamiento u otro para predecir un signo negativo entre los *cash flows* generados o la liquidez de la empresa, tal y como se muestra en la siguiente tabla:

Tabla 26. Resultados de las principales investigaciones que emplean la liquidez basándose en la teoría del *pecking order*

Relación (negativa) predicción	favorable con la	Myers (1984), Myers & Majluf (1984), Baskin (1989), Bathala <i>et al.</i> (1994), Graham (1996), Jordan <i>et al.</i> (1998), Brailsford <i>et al.</i> (1999), Aybar <i>et al.</i> (2000), De Miguel & Pindado (2001), Antoniou <i>et al.</i> (2002), Sogorb & López (2003), López & Sogorb (2008), Franco <i>et al.</i> (2010), Ahmed Sheikh & Wang (2011), Navarrete (2012), Nejad & Wasiuzzaman (2015), Serrasqueiro <i>et al.</i> (2016), Singh (2016), Rojas <i>et al.</i> (2019)
Relación (positiva) o no significativa	contraria	MacKie-Mason (1990a), Smith & Watts (1992), Rodríguez (1993), López <i>et al.</i> (2004)

Fuente: Elaboración propia

H. SECTOR DE ACTIVIDAD

La consideración del sector económico en la teoría del *pecking order* no está clara. Como se ha visto, las empresas determinan sus niveles de apalancamiento en función de las necesidades y disponibilidades de los fondos, así como de las oportunidades de crecimiento y la naturaleza de los activos, en vez de por criterios de pertenencia a un sector en concreto (Myers, 1984). Por ello, desde la perspectiva de la teoría del *pecking order* la ratio media de endeudamiento del sector no es un objetivo a alcanzar por parte de las empresas, a diferencia de lo que ocurría según los postulados del *trade-off*. No obstante, existe controversia, ya que aun reconociendo que no existe un óptimo sectorial al que

llegar, suponen que el sector ejerce un efecto relevante en la determinación del nivel de endeudamiento debido a la influencia indirecta de las características de sus activos.

Por ello, son numerosas las investigaciones que evidencian este supuesto, como se puede observar en la Tabla 27:

Tabla 27. Resultados de las principales investigaciones que emplean el sector de actividad basándose en la teoría del *pecking order*

Relación favorable con la predicción (significativa)	Myers (1984), Balakrishnan & Fox (1993), Suarez (2000), Claver, Llopis & Molina (2002), Brealey & Myers (2003), Segura & Toledo (2003), Ghosh & Cai (2011)
Relación no significativa	Ferri & Jones (1979), Petit & Singer (1985), Campbell (1988), Hovakimian <i>et al.</i> (2001), Frank & Goyal (2003)

Fuente: Elaboración propia

I. NIVEL DE ENDEUDAMIENTO PREVIO

Al contrario que en el *trade-off*, la teoría del *pecking order* no se espera que la variación en el montante de deuda provenga de que la empresa no haya alcanzado su nivel objetivo de endeudamiento. En este caso, se interpreta que los cambios en los niveles de endeudamiento se producen como respuesta a necesidades de financiación de las inversiones que no han sido satisfechas con fondos generados internamente como la retención de beneficios. Por lo tanto, se cree que estos incrementos o disminuciones pueden ser consecuencia del *gap* de financiación que muestra la empresa durante su vida económica.

Asimismo, y considerando la asimetría informativa, este factor puede estar respondiendo a las restricciones de crédito que sugirieron Stiglitz & Weiss (1981), en el sentido de que las empresas que no incrementan su endeudamiento pueden estar padeciendo este problema. Por el contrario, entienden que aquellas empresas que mantienen o aumentan su nivel de endeudamiento a través de la emisión de nueva deuda están demostrando poseer capacidad de apalancarse. Por tanto, en la siguiente Tabla 28 se muestra la evidencia observada en los trabajos de investigación que han incorporado la variable nivel de endeudamiento previo:

Tabla 28. Resultados de las principales investigaciones que emplean el nivel de endeudamiento previo basándose en la teoría del *pecking order*

Relación favorable con la predicción (positiva)	Stiglitz & Weiss (1981), Castro <i>et al.</i> (2016)
Relación contraria (negativa) o no significativa	Fama & French (1998), Bougheas <i>et al.</i> (2006)

Fuente: Elaboración propia

A continuación, se presentan los resultados empíricos de las investigaciones que consideran la estructura de la deuda en los factores determinantes analizados hasta el momento.

4.3. Factores determinantes y madurez de la deuda: evidencia empírica

Como ha observado, la estructura de vencimiento de la financiación puede ser un aspecto importante a la hora de explicar el comportamiento financiero de las empresas, por lo que resulta interesante conocer si los factores determinantes antes analizados para la totalidad de la deuda se comportan de igual manera con relación al plazo de la financiación, ya sea a corto plazo o a largo plazo. En una investigación a nivel europeo realizada por Koralun-Beréznicka (2018) se estudian los determinantes de la estructura de capital en función de la madurez de la deuda, llegando a la conclusión que de la teoría del *trade-off* explica en mayor medida el endeudamiento a corto plazo, mientras que las predicciones de la teoría del *pecking order* son más coincidentes con el endeudamiento a largo plazo.

A continuación, se presenta un análisis factor a factor, incorporando la interpretación que cada teoría hace considerando la madurez de la deuda y un resumen de la evidencia empírica que trata de respaldar, o refutar, las predicciones que estas teorías hacen de las mismas.

A. ESCUDOS FISCALES

Al analizar la teoría del *trade-off* desde una perspectiva de la estructura de vencimiento, se ha comentado que el efecto fiscal puede ser determinante para la elección del plazo de la financiación, llegando a la conclusión de que las empresas con altos tipos marginales efectivos emitirán deuda a largo plazo por ser la financiación que mayores posibilidades de aprovechamiento de la ventaja fiscal ofrece (Scholes & Wolfson, 1992). Así, la teoría del *trade-off* predice una relación positiva entre el escudo fiscal y el endeudamiento a largo plazo. Ozkan (2000), Bauer (2004) o Rodeiro *et al.* (2010) encuentran una relación que apoya esta hipótesis.

Sin embargo, esa relación no es tan clara con la deuda a corto plazo, debido a la existencia del riesgo de renovación de créditos. No obstante, la existencia de beneficios gravables indica que el empleo de deuda, independientemente de su plazo, sigue teniendo cierta ventaja. Así, se puede afirmar que cuanto menor sea el tipo impositivo efectivo se emitirá más deuda a corto plazo que a largo, siguiendo a Scholes & Wolfson (1992). Por tanto, también es de esperar una relación positiva entre el escudo fiscal y la financiación a corto plazo, aunque en menor medida que con la deuda largo plazo, si bien la evidencia empírica no es concluyente, encontrando resultados de todo tipo.

Algunos autores, sin embargo, encuentran una relación negativa del tipo impositivo con el endeudamiento a largo plazo, como Brick & Raviv (1985), Sogorb (2005), Renato & Terra (2011), González & González (2012), Degryse, Goeij, & Kappert (2012), Handoo & Sharma (2014), mientras que autores como Barclay & Smith (1995) o Cuñat (1999) no encuentran evidencia al relacionar la variable escudos fiscales con la madurez de la deuda.

B. ESCUDOS FISCALES ALTERNATIVOS A LA DEUDA

Como manifiestan De Angelo & Masulis (1980) las empresas con mayores alternativas de reducir el beneficio imponible, distintas a los intereses de la financiación externa, tienden a mostrar un menor endeudamiento total. Se espera que el endeudamiento a largo plazo y corto plazo tengan un comportamiento igual, ya que cuantas más vías para la reducción de la factura fiscal existan, menor será el incentivo de la ventaja fiscal de la deuda, independientemente de su vencimiento. Entre estos trabajos se puede citar a Sogorb (2005) y a D'Amato (2020).

Sin embargo, también hay autores que predicen una relación positiva con el endeudamiento a corto plazo, como Casasola (2003), suponiendo que al tener a mano diferentes mecanismos de deducción fiscal estarán menos interesados en incrementar su endeudamiento, pero en lo necesario, emitirán deuda a corto plazo. Otros autores como Stohs & Mauer (1996) o Degryse *et al.* (2012) también revelan este signo respecto de la deuda a corto plazo. En cambio, Kouki & Said (2012) y Serrasqueiro *et al.* (2016) encuentran una relación positiva y significativa con todas las consideraciones de endeudamiento comentados.

C. RENTABILIDAD

Según la teoría del *trade-off* la rentabilidad es un factor positivamente relacionado con el endeudamiento, ya que las empresas más rentables tienen más posibilidades de aplicar las deducciones fiscales provenientes del endeudamiento y una menor probabilidad de dificultades financieras. Sin embargo, desde la perspectiva de agencia, también son las que mayores conflictos sufren por problemas de subinversión (Myers, 1977). Por otro lado, como se ha comentado, la deuda a corto plazo puede tener un efecto disciplinador sobre la directiva, por lo que si las empresas emiten deuda a corto plazo podrán dar respuesta a ambas problemáticas.

Sin embargo, la teoría del *pecking order* predice justo lo contrario, tanto con la deuda a largo plazo como con la de corto plazo. A mayor rentabilidad es de esperar una mayor generación de recursos internos, por lo que presentarán un endeudamiento menor en todos los niveles. No obstante, una vez se agoten estos fondos, las empresas preferirán la financiación externa a corto frente al largo, por las menores restricciones que presentan a la hora de limitar su capacidad de gestión.

La rentabilidad es el factor muy empleado para obtener evidencia acerca de los determinantes de la estructura según la madurez de la deuda, alcanzando los siguientes resultados:

- Relación positiva: Myers (1977), Jensen (1986), Barton *et al.* (1989), Rodríguez (1993), Jordan *et al.* (1998), Menéndez (2001), Hovakimian, Hovakimian, & Tehranian (2004), Rodeiro *et al.* (2010), Kouki & Said (2012).
- Relación negativa: Long & Malitz (1985), Kester (1986), Titman & Wessels (1988), Friend & Lang (1988), Baskin (1989), Rodríguez (1993), Van der Wijst & Thurik (1993), Rajan & Zingales (1995), Chittenden *et al.* (1996), Michaelas *et al.* (1999), Shyam-Sunder & Myers (1999), Wiwattanakantag (1999), Graham (2000), Fama & Frech (2000, 2002), De Miguel & Pindado (2001), Antoniou *et al.* (2002), Frank &

Goyal (2003), Sogorb (2005), Vendrell (2008), Thi Nguyen *et al.* (2014), Alipour *et al.* (2015), Padilla *et al.* (2015), Thanh & Huong (2017), Tulcanaza & Lee (2019), D'Amato (2020).

- Sin embargo, también hay investigaciones con resultados mixtos como Hall *et al.* (2000), Buferna *et al.* (2005), Pinková (2012), Bajramovi ((2017)), que encuentran una relación positiva entre el endeudamiento a largo plazo y la rentabilidad, pero negativa con el de corto plazo.

D. OPORTUNIDADES DE CRECIMIENTO

La comunidad de investigadores no se pone de acuerdo con el signo de la relación de las oportunidades de crecimiento y el endeudamiento, ya sea por el enfoque de la teoría que lo predice o por la diversidad de evidencia empírica mostrada. En este sentido, la teoría de *trade-off* predice una relación negativa con el endeudamiento a largo plazo, mientras que predice una relación inversa y, por tanto, positiva, con la deuda a corto. Todo ello se justifica por la virtud que le reconocen a la financiación a corto para resolver los problemas de subinversión y sustitución de activos, además de por ser más efectiva a la hora de desincentivar, a dejar pasar inversiones rentables o a tomar un riesgo excesivo (Jensen & Meckling, 1976; Myers, 1977). En cambio, manifiestan que las empresas con menos oportunidades deben emitir más deuda a largo plazo al objeto de que se eviten conductas interesadas por parte de la dirección en su propio beneficio y en contra de los intereses de las personas propietarias. En cualquier caso, Goyal *et al.* (2002) relacionan las altas oportunidades de crecimiento de la empresa con altos costes de agencia, y, por tanto, bajo nivel de endeudamiento. Además, un elevado peso de los activos intangibles, los cuales la literatura relaciona con este factor, suele asociarse con una mayor probabilidad de dificultades financieras (Azofra & Fernández, 1999), por lo que puede justificarse una relación negativa entre las oportunidades de crecimiento y el endeudamiento a corto plazo desde un enfoque de *trade-off*.

Por otro lado, siguiendo la argumentación de Myers (1984) y su teoría del *pecking order*, se espera que a mayores oportunidades de crecimiento aumenten las necesidades de fondos externos. Sin embargo, dada la asimetría informativa es posible que en empresas con mayores oportunidades y, por tanto, mayor nivel de incertidumbre, el endeudamiento a largo plazo sea menor (Cardone & Casasola, 2003), lo que no parece afectar al endeudamiento a corto plazo, que sigue la estela del endeudamiento total.

Autores que encuentran relación negativa a largo plazo pero positiva a corto plazo son: Barnea *et al.* (1980), Stulz (1990), Diamond (1991), Barclay & Smith (1995), Ozkan (2000), Bevan & Danbolt (2002), Cardone & Casasola (2003), Serrasqueiro *et al.* (2016), o negativa como en ambos casos, como en Alipour *et al.* (2011).

Sin embargo, Chittenden *et al.* (1996) revelan que las empresas de crecimiento más rápido tienen niveles más altos de deuda a largo plazo, mientras que Cuñat (1999) detecta un acortamiento de la madurez de la deuda a medida que el nivel de intangibles aumenta. Asimismo, otros autores evidencian una relación positiva con ambos niveles de deuda, como Chen (2004), Sogorb (2005), Kouki & Said (2012), Thi Nguyen *et al.* (2014), Lourenço & Oliveira (2017), Bajramovi (2017), D'Amato (2020), mientras que otras investigaciones

obtienen una relación positiva con la deuda a largo plazo y negativa con la deuda a corto, como Bah & Dumolier (2001), Buferna *et al.* (2005) o Degryse *et al.* (2012).

E. ESTRUCTURA DEL ACTIVO

Parece existir cierta unanimidad en sugerir que cuanto mayor proporción de activos tangibles colateralizables se posea, mayor será la garantía que se ofrezca a la hora de captar financiación externa; y este hecho también puede afectar a la estructura financiera que considera distintos vencimientos de la deuda.

Por un lado, es de esperar que los activos no corrientes se financien con deuda a largo plazo, haciendo coincidir los plazos de la inversión y la financiación. De esta manera, las empresas acompañan los rendimientos futuros generados por estos activos a largo plazo con los pagos derivados de la financiación otorgada. Sobre todo, se señala a los activos tangibles que la empresa posea, por ser la medida más eficaz de la garantía colateral. En esta línea, autores como Chittenden *et al.* (1996) comentan que el uso de la financiación a corto plazo está negativamente relacionado con la estructura del activo, ya que las empresas con pocos activos no corrientes tienen menos garantías colaterales y, así, necesitan hacer un mayor uso de la financiación a corto plazo.

Desde el punto de vista del *pecking order*, se cree que colateralizar la deuda reduce los problemas de asimetría informativa y, por tanto, las empresas con más activos podrán emitir deuda a largo plazo en mayor proporción, al obtenerlos en unas mejores condiciones. Existe bastante unanimidad tanto teórica como empírica favorables a esta hipótesis: Titman & Wessels (1988), Van der Wijst (1989), Diamond (1991), Chung (1993), Van der Wijst & Thurik (1993), Barclay & Smith (1995), Chittenden *et al.* (1996), Demirgüç-Kunt & Maksimovic (1996), Cuñat (1999), Hall *et al.* (2000), Ozkan (2000), Bevan & Danbolt (2002), Sogorb (2005), Bougheas *et al.* (2006), Vendrell (2008), Abor & Biekpe (2009), Bas *et al.* (2010), Degryse *et al.* (2012), Padilla *et al.* (2015), Serrasqueiro *et al.* (2016), Thanh & Huong (2017), Vo (2017), Tulcanaza & Lee (2019), Kuč & Kaličanin (2020).

Otros autores han encontrado relaciones ambas positivas, como Chen (2004), Buferna *et al.* (2005), Rodeiro *et al.* (2010), Pinková (2012), Handoo & Sharma (2014), Bajramovi (2017), Henrique *et al.* (2018), o situaciones intermedias (negativa con el largo plazo y positiva con el corto, o negativa en ambos casos) como en Kouki & Said (2012), Lourenço & Oliveira (2017), Migliori, Maturo, & Paolone (2018), D'Amato (2020).

F. TAMAÑO

La dimensión empresarial es un factor que se vincula con una mayor estabilidad en la generación de flujos de caja y, por tanto, mejor garantía patrimonial, además de otros atributos como el aprovechamiento de las economías de escala y un mayor poder de negociación con los proveedores de fondos. Todo ello hace esperar una relación positiva entre el endeudamiento a largo plazo, ya que es en este tipo de financiación donde más claras son sus facilidades en el acceso, al ser menor la información asimétrica en empresas de tamaño más grande. Así mismo, las empresas de mayor tamaño suelen estar más diversificadas, con lo que se enfrentan a una menor probabilidad de quiebra. Por otro lado, autores como Diamond (1989) y Fattouh, Harris & Scaramozzino (2008) asocian el tamaño

empresarial con la reputación, por lo que apoyan que sean las empresas de mayor dimensión las que mayor endeudamiento a largo plazo consigan.

En cambio, los problemas de agencia en forma de riesgo moral y selección adversa son mayores en pequeñas y medianas empresas, ya que al tener menores obligaciones informativas, la asimetría informativa es importante (Van der Wijst & Thurik, 1993). Ello provoca un incremento en la prima de financiación, lo que les dificulta obtener financiación a largo plazo. Además, como señalan Michaelas *et al.* (1999) las PYME son más proclives a padecer problemas de subinversión y evitan, en todo lo que pueden, la injerencia de terceros en la empresa. Así, para mantener su privacidad y cierta independencia financiera prefieren que su financiación provenga, o bien de fondos internos, o de la financiación externa con vencimiento a corto plazo. Así mismo, Casasola (2003) comenta que otro de los motivos de que este tipo de empresa acorte la madurez de su deuda, puede residir en el posible beneficio de la renegociación de la deuda a corto plazo. Por otro lado, como ya se ha comentado, la deuda a corto es una de las vías para mitigar problemas de sustitución de activos que, también son más acusados entre personas propietarias y acreedoras de menores empresas (Hall *et al.*, 2000).

Además, como indican Titman & Wessels (1988), las empresas grandes son principalmente las que emiten instrumentos financieros en los mercados de capitales. Los costes asociados a dichos procesos son significativos, convirtiendo estas alternativas en una vía muy limitada para las pequeñas y medianas empresas que quieran conseguir financiación a largo plazo. En cambio, en las de mayor tamaño al necesitar mayores volúmenes de fondos y sirviéndose de las economías de escala su acceso a los mercados es más factible.

Autores que encuentran que el tamaño empresarial tiene una relación positiva con el largo plazo y negativa con el corto plazo son: Barnea *et al.* (1980), Titman & Wessels (1988), Mato (1990), Diamond (1991), Barclay & Smith (1995), Demirgüç-Kunt & Maksimovic (1996), Cuñat (1999), Ozkan (2000), Hall *et al.* (2000), Bevan & Danbolt (2002), Bougheas *et al.* (2006), Rodeiro *et al.* (2010), Vo (2017). Otros autores, en cambio, encuentran una relación positiva en ambos tipos de vencimiento, como Buferna *et al.* (2005), Abor & Biekpe (2009), Noulas & Genimakis (2011), Degryse *et al.* (2012), Thi Nguyen *et al.* (2014), Serrasqueiro *et al.* (2016) y D'Amato (2020). Por el contrario, también hay autores que han encontrado una relación negativa en ambos casos, como Chen (2004), Alipour *et al.* (2011), Handoo & Sharma (2014), Bajramovi (2017), Lourenço & Oliveira (2017). No obstante, Segura & Toledo (2003) encuentran una relación en forma de "U" cuando se aborda el análisis considerando la madurez de la deuda, ya que las de mayor tamaño son a la vez las que más deuda a largo y corto plazo presentan, mientras que las PYME poseen la mayor parte de la financiación a medio y largo plazo.

G. RIESGO

El riesgo empresarial se asocia a las probabilidades que existen de que una empresa no atienda las obligaciones de pago que haya contraído y, en consecuencia, se relaciona negativamente con el endeudamiento empresarial. En este sentido, a las empresas con menor riesgo les será más fácil el acceso a la deuda a plazos más largos. Por el contrario, es posible que aquellas que tengan mayor volatilidad en sus resultados no puedan acceder

tan fácilmente a una financiación permanente, por lo que presentarán un mayor endeudamiento a corto plazo.

Asimismo, desde el punto de vista de la información asimétrica, la incertidumbre sobre la generación de *cash flow* hace que los proveedores de financiación reduzcan los volúmenes concedidos o empeoren las condiciones de los préstamos concedidos. Así, cuanto más riesgo contenga una empresa tendrá un acceso más complicado a fórmulas financieras más estables y deberá conformarse, en el caso de que puedan, con instrumentos a más corto plazo

Autores con posición favorable a estas relaciones son: Flannery (1986), Cuñat (1999), Jun & Jen (2003), Bougheas *et al.* (2006), Alipour *et al.* (2015). Sin embargo, también se encuentran autores que han hallado una relación negativa en ambos tipos de vencimiento como Handoo & Sharma (2014) o D'Amato (2020).

H. EDAD

La antigüedad de una empresa se asocia con el prestigio que otorga un historial de solvencia favorable. Por un lado, las empresas más maduras serán las que tengan mayor probabilidad de generar flujos de caja, lo que puede derivar en problemas de *free cash flows*. Como se ha visto, la emisión de deuda es una buena alternativa para mitigar este tipo de problema de agencia entre la dirección y la propiedad, por lo que las empresas de más edad presentarán más deuda y a más plazo. En cambio, se espera que las empresas más jóvenes, además de carecer de una trayectoria crediticia extensa, asumirán mayores riesgos en sus proyectos de inversión y como señalan Van der Wijst & Thurik (1993) la asimetría de información será especialmente manifiesta, por lo que tienen más dificultades para conseguir financiación externa. Por todo ello, según la teoría del *trade-off* se espera una relación positiva entre la edad y la deuda en todos sus niveles. Autores que esperan una relación positiva son Bougheas *et al.* (2006), Abor & Biekpe (2009) y Rodeiro *et al.* (2010), entre otros.

Por el contrario, según la teoría del *pecking order*, las empresas más maduras serán aquellas que más años han acumulado recursos generados internamente, lo que constituye un indicio de una relación negativa con el endeudamiento para cualquier plazo de financiación. En la misma línea, las empresas más jóvenes son las que mayor necesidad de financiación presentan, al encontrarse en etapas de desarrollo, lo cual predice una relación negativa entre ambos factores. Entre los autores que obtiene relación negativa se encuentran, por ejemplo, Hall *et al.* (2000), Vendrell (2008), Noulas & Genimakis (2011), Migliore *et al.* (2018), D'Amato (2020).

I. LIQUIDEZ

La literatura sugiere que, en cuanto a la financiación externa, a plazos más largos mayor es la incertidumbre, por lo que para controlar los riesgos generados la liquidez puede representar cierta garantía para los proveedores de los fondos. Por tanto, las empresas pueden decidir mantener su liquidez para mejorar su capacidad crediticia a largo plazo (Schiantarelli & Srivastava, 1997; Antoniou *et al.*, 2006). Además, una mayor liquidez también se asocia a menor probabilidad de quiebra de la empresa, por lo que, desde este

punto de vista es de esperar una relación positiva de la liquidez con el endeudamiento a largo plazo.

Sin embargo, Ozkan (2001) opina que la liquidez del activo empresarial condiciona la estructura de capital de las empresas, presentando un efecto mixto. Por un lado, se espera una relación positiva como símbolo de la garantía en el cumplimiento de las obligaciones, sobre todo a corto plazo. Pero, por otro lado, las empresas con mayores activos líquidos pueden utilizar estos para financiar sus inversiones, y, por tanto, mostrar una relación negativa al depender en menor medida de la financiación externa.

Autores que encuentran una relación positiva entre la liquidez de la empresa y el endeudamiento a largo, mientras que negativo con el corto plazo son, entre otros, Thi Nguyen *et al.* (2014), Serrasqueiro *et al.* (2016) y Kuč & Kaličanin (2020). En cambio, entre otros autores que encuentran una relación negativa entre la liquidez de la empresa y el endeudamiento a largo y corto plazo, se encuentran Deesomsak *et al.* (2004), Mazur (2007), Viviani (2008), Ahmed Sehikh & Wang (2011), Pinková (2012), Thanh & Huong (2017), Henrique *et al.* (2018), Tulcanaza & Lee (2019).

Sin embargo, también hay autores que encuentran una relación significativa y positiva con la deuda a corto plazo, como por ejemplo, Alipour *et al.* (2011), Degryse *et al.* (2012) y D'Amato (2020).

J. SECTOR DE ACTIVIDAD

La influencia de esta variable como determinante del nivel de endeudamiento empresarial según la madurez de la deuda debe ser homogénea tanto para el endeudamiento total como para los otros niveles definidos, largo plazo o corto plazo (Vendrell, 2008). Por tanto, bajo la perspectiva de la teoría del *trade-off* es de esperar que las empresas integradas en un mismo sector presenten niveles de deuda a largo y corto plazo similares en volumen y, además, sean constantes en el tiempo. En este sentido, Jiménez & Palacín (2007) contrastan que el sector afecta de manera significativa en cuanto al volumen como a su composición, llegando a la conclusión de que el origen de las diferencias entre sectores se aprecia, sobre todo, en los recursos a corto plazo. Algunos autores que encuentran evidencia favorable considerando la estructura de vencimiento de la deuda son Segura & Toledo (2003), Guedes & Opler (1996) y Jiménez & Palacín (2007).

K. NIVEL DE ENDEUDAMIENTO PREVIO

El ajuste del nivel de endeudamiento de la empresa que predice la teoría del *trade-off* es igualmente compatible para la estructura de vencimientos de la deuda y, por tanto, es de esperar que las empresas que incrementen su cantidad de deuda tanto a largo como a corto plazo lo hagan como fórmula para acercarse a esa ratio óptima u objetivo.

Asimismo, el enfoque de restricciones financieras definido por Stiglitz & Weiss (1981) también es aplicable a un contexto de madurez de la deuda, suponiendo que aquellas empresas que emiten nueva deuda, al mostrar capacidad de endeudamiento, podrán endeudarse en mayor medida a largo plazo y, en consecuencia, en menor medida a corto plazo.

Por tanto, entre las investigaciones empíricas se encuentran autores que han hallado una relación significativa, pero con distinto signo. Entre ellos, Diamond (1991), Rajan & Zingales (1998) demuestran una relación positiva con el endeudamiento a largo plazo y negativo con el corto, mientras que, por ejemplo, Vendrell (2008) y Tulcanaza & Lee (2019) encuentran una relación positiva para todos los niveles de la estructura de vencimiento.

A continuación, se presenta una recapitulación a modo de conclusión concerniente a la revisión de la literatura científica acerca de los factores determinantes de la estructura financiera de las empresas. Además, se incluye una revisión de la forma de medición sobre dichos factores.

4.4. Recapitulación de factores determinantes

Una vez analizados los factores que teóricamente influyen en la determinación de las estructuras de capital de las empresas considerando madurez de la deuda en las dos teorías financieras más relevantes para la comunidad investigadora, se pasa a recapitular a partir de la Tabla 29, de forma simplificada, las relaciones esperadas y observadas de los factores analizados. Así mismo en la tabla se muestran las formas de medición de los factores más utilizados en las investigaciones empíricas como fórmula de acercamiento al factor en cuestión.

Así, en la segunda columna de la Tabla 29, se muestra el signo de la relación que se espera del factor en cuestión (primera columna) con el nivel de endeudamiento según la teoría del *trade-off* (TOT, por sus siglas en inglés), mientras que la tercera se corresponde con la teoría del *pecking order* (POT); desglosando en endeudamiento total (Total), endeudamiento a largo plazo (L/p) y endeudamiento a corto plazo (c/p). La cuarta columna se corresponde con los signos revisados en el análisis de los trabajos empíricos y, en la última columna, en la quinta, se presentan las formas de medición más comunes observadas durante la revisión de la literatura.

Tabla 29. Resumen de variables empleadas en investigaciones según las teorías más relevantes

FACTOR	Relación esperada según TOT	Relación esperada según POT	Relación observada	Medición
Escudos fiscales	Total (+)		Total (+)	Impuesto satisfecho / BAI; impuesto satisfecho / BAI; Impuestos satisfechos / (BAI + amortizaciones);
	L/p (+)		L/p (+/-)	
	c/p (+/-)		c/p (+)	
Escudos fiscales alternativos a la deuda	Total (-)		Total (-)	Gastos de amortización / Total activo; Gastos de amortización / Gastos totales; Gastos de I+D / Total activo; Deducciones fiscales distintas a la deuda / Total activo; Créditos fiscales a la inversión / Total activo; variable dummy ligado a BINEA
	L/p (-)		L/p (-)	
	c/p (-)		c/p (+/-)	
Rentabilidad económica	Total (+)	Total (-)	Total (-)	BAI / Total activo; BAI / Patrimonio neto; EBITDA / Total activo; Resultado neto / Total activo; BAI / Ventas; EBITDA / Ventas;
	L/p (-)	L/p (-)	L/p (-)	
	c/p (+)	c/p (-)	c/p (+)	

FACTOR	Relación esperada según TOT	Relación esperada según POT	Relación observada	Medición
Oportunidades de crecimiento	Total (+/-) L/p (-) c/p (+)	Total (+) L/p (+/-) c/p (+)	Total (+/-) L/p (+/-) c/p (+/-)	Inmovilizado intangible / Total activo; Crecimiento de las Ventas; Crecimiento del Total activo; Gastos de I+D / Ventas; Ratio q de Tobin; Gastos de publicidad / Ventas; Ratio PER;
Tamaño	Total (+) L/p (+) c/p (-)	Total (+) L/p (+) c/p (-)	Total (+) L/p (+) c/p (-)	Ln (nº de empleados); Ln (Total activo); Ln (Ventas)
Estructura del activo	Total (+) L/p (+) c/p (-)	Total (+) L/p (+) c/p (-)	Total (+) L/p (+) c/p (-)	Activo no corriente / Total activo; Activo no corriente material / Activo no corriente total; Activo tangible (no tangible + existencias) / Total activo; (Existencias + bienes de equipo + inmuebles) / Total activo; Existencias / Total activo; Activo intangible / Total activo
Riesgo	Total (-) L/p (-) c/p (+)	Total (-) L/p (-) c/p (+)	Total (-) L/p (-) c/p (+)	Desv (BAIL); Coeficiente de variación de la rentabilidad; Variación del BAIL; Gastos financieros / BAIL; Coeficiente Z de Altman
Edad	Total (+) L/p (+) c/p (+)	Total (-) L/p (-) c/p (-)	Total (+/-) L/p (+/-) c/p (+/-)	Nº de años en funcionamiento; Ln (Nº de años en funcionamiento); Variable dummy
Recursos libres de tesorería o Liquidez		Total (-) L/p (-) c/p (-)	Total (-) L/p (+) c/p (-)	(BAIL + Amortizaciones) / Total activo; (BAIL + Amortizaciones-dividendos) / Total activo; (Beneficio ordinario + Amortizaciones) / Activo no corriente; (Beneficio ordinario + Amortizaciones) / Ventas; (Activos líquidos + títulos negociables) / Total pasivo; Activo corriente / Pasivo corriente;
Sector	Significativo	Significativo	Significativo	Dummy clasificación sectorial
Nivel de endeudamiento previo	Total (+/-) L/p (+/-) c/p (+/-)	Total (+) L/p (+) c/p (-)	Total (+) L/p (+) c/p (+/-)	Ratio de endeudamiento t-1; Variación del Total pasivo

Donde, BAIL = Beneficio antes de intereses e impuestos

BAI = Beneficio antes de impuestos

BINEA = Base imponible negativa de ejercicios anteriores

EBITDA = Beneficio antes de intereses, impuestos, amortización y depreciación

DESV = desviación estándar

Ln = Logaritmo neperiano

Fuente: Elaboración propia

Hang, Geyer-klingeberg, Rathgeber & Stöckl (2018) realizan un meta-análisis basado en 100 estudios primarios sobre los determinantes de la estructura de capital, llegando a las siguientes conclusiones:

- 1) Los resultados obtenidos confirman que la estructura del activo, la relación mercado/valor contable (oportunidades de crecimiento) y la rentabilidad explican de forma relevante la estructura de capital de las corporaciones empresariales, lo que implica: que los activos tangibles disminuyen los costes de dificultades financieras debido a la mayor valoración de estos por parte de terceros, lo que proporciona ventajas en la financiación externa; que las empresas que poseen grandes oportunidades de inversión rentables tienden a financiarlos mediante capital social para aprovechar todas ellas y que a consecuencia de que las empresas más rentables prefieran la financiación interna para sus proyectos, estas presentan menor coeficiente de apalancamiento.
- 2) Hay sesgos en la selección de publicaciones de la literatura, por lo que hay estudios sobre-representados en cuanto a estructuras de capital medidas por el valor de mercado, deuda total o las que se han publicado en revistas de renombre.
- 3) Los resultados no parecen seguir una sola teoría; aunque cada uno de ellos suena plausible por sí sólo, parece que ha llegado el momento de investigar nuevas ideas, reconociendo las limitaciones de los mismos.

Sin embargo, González & González (2012) con una muestra de empresas españolas concluye que, mientras las empresas grandes y medianas ajustan su estructura financiera como predice la teoría del *trade-off*, la teoría del *pecking order* explica mejor la dinámica de la estructura financiera de las pequeñas empresas, lo que es consistente con las mayores asimetrías de información.

No obstante, aunque muchos autores coinciden en la identificación de múltiples factores significativos, no siempre son los mismos ni la relación observada coincide plenamente. Por tanto, actualmente no existe todavía un modelo definitivamente concluyente y consensuado que explique el comportamiento financiero de las empresas (Harris & Raviv, 1991; Myers, 2001). Es posible que no se hayan identificado todas las variables o hagan falta nuevos enfoques ya que, tal y como auguraban Rajan & Zingales (1995), sigue sin existir una claridad suficiente en el grado de aplicabilidad de las teorías disponibles sobre el endeudamiento empresarial.

En el siguiente apartado, se estudia la aplicación de las dos teorías más relevantes a las sociedades cooperativas de trabajo asociado, como paso previo a la revisión de trabajos empíricos realizados considerando este tipo de empresa.

5. Las teorías financieras aplicadas a sociedades cooperativas de trabajo asociado: revisión teórica y empírica

Como se ha comentado en el capítulo anterior, las cooperativas son sociedades personalistas que, a diferencia de las sociedades capitalistas, disponen de unos principios y valores que guían el desarrollo de su objeto social. Por lo cual, esta investigación considera relevante estudiar si ello puede ser un elemento determinante para su estructura financiera. Precisamente, Wald (1999) apunta a que el tipo de empresa es una cuestión relevante, mientras que Sogorb (2002) señala que la forma jurídica empresarial es uno de los factores determinantes de la composición de la estructura de capital. Esto se debe a que la forma jurídica puede condicionar el acceso al mercado de capitales, puede restringir la participación de personas externas en la financiación empresarial e, incluso, alterar la configuración y el fondo de los conflictos entre los grupos de interés que acaban influyendo en la estructura financiera. En el mismo sentido, Arjona *et al.* (1998) comentan que el estatus jurídico define la responsabilidad de las personas propietarias y la transferibilidad de los títulos de sus instrumentos de patrimonio neto, por lo que estos rasgos pueden influenciar en la composición de la estructura de capital de las empresas.

Por todo ello, es necesario realizar una revisión tanto teórica como empírica de los estudios realizados sobre las decisiones de estructura financiera que consideren el marco de las sociedades cooperativas desarrollado en el capítulo segundo de esta tesis. Así, los siguientes apartados tienen por objeto recopilar la información necesaria que permita obtener un mayor conocimiento acerca de las cuestiones relevantes para esta investigación, como la existencia, o no, de una estructura financiera óptima que delimite una ratio de endeudamiento que perdure en el tiempo o la identificación de factores (generales o específicos) que determinen de forma significativa el nivel de endeudamiento de este tipo de sociedades. Por tanto, a continuación, se presenta un análisis de la aplicación en este tipo de empresas de las teorías financieras más relevantes considerando sus especificidades y posteriormente, una relación de las investigaciones empíricas que han tratado de dilucidar objetivos similares a la investigación que aquí se presenta, además de un resumen de los factores empleados y de los resultados alcanzados.

5.1. Revisión de las teorías financieras en las CTA

En el presente apartado se trata de encajar la sociedad cooperativa en las teorías financieras sobre estructura de capital por considerarlo un aspecto esencial del concepto de cooperativa: su consideración como empresa. La literatura cuestiona que el objetivo como empresa de las sociedades cooperativas se asimile al de las demás sociedades mercantiles, debido a los singulares principios cooperativos que guían su conducta. Así, si bien se considera a las cooperativas una forma más de hacer empresa, las especificidades de su marco jurídico, contable, fiscal y financiero pueden dar lugar a diferencias relevantes en lo relativo a la motivación y al proceso de decisión en la fijación de la estructura financiera.

Todas las teorías de estructura financiera analizadas en apartados anteriores suponen, de forma explícita (*trade-off*) o implícita (*pecking order*), que la empresa busca maximizar su valor y, en consecuencia, el de sus personas propietarias. Sin embargo, tal y como se ha comentado, una cooperativa tiene como fin satisfacer las necesidades no sólo económicas sino también sociales y culturales de sus personas asociadas, por lo que estas sociedades no se orientan, o no únicamente, a la maximización del valor económico de la empresa.

Aunque no existen dudas sobre el carácter empresarial de la sociedad cooperativa - naturaleza que incluso le otorga la legislación -, Rooney (1992) apunta que la función objetivo de una empresa dirigida por sus trabajadores es distinta al objetivo de las empresas convencionales, debido a que ni la distribución del beneficio ni la toma de decisiones están ligadas directamente al capital aportado por la persona socia. Así, Dow (2001) sostiene que en estas empresas la función objetivo es la maximización de la renta neta por trabajador, en contraposición a la maximización de la renta de las personas propietarias atribuida a las empresas de naturaleza capitalista. Ward (1958), sin embargo, manifiesta que el objetivo de las empresas cooperativas gestionadas por sus trabajadores es maximizar los ingresos medios por trabajador y señala que en las CTA donde se cooperativiza el trabajo, las personas socias deberían tener como objetivo proporcionar el máximo trabajo en las mejores condiciones posibles, por encima de la maximización del resultado del ejercicio de la cooperativa. Este hecho no sólo es un deber y muestra de ello es que las cooperativas de trabajo asociado son, comparativamente, más intensivas en trabajo que las empresas convencionales y que, en épocas de adversidades, suelen destruir menos empleo (Arando, 2008; Pérotin, 2015).

Lejarriaga (2002) define su propósito en términos de maximización del valor que obtienen las personas socias trabajadoras como consecuencia de su participación financiera en la empresa, ya sea en los flujos reales (por su trabajo) o en los flujos financieros. Por ello, algunos autores como Garcia-Gutiérrez (2000) esperan que la maximización de la renta que percibe la persona socia al realizar la actividad cooperativizada suponga una minimización del excedente cooperativo, de modo que el excedente termine siendo nulo. Así, manifiesta que el objetivo de este tipo de empresa se apoya en la maximización de la rentabilidad marginal del conjunto de personas socias trabajadoras, lo que redundará en un incremento patrimonial de la cooperativa.

No obstante, Ananiadis, Notta & Oustapassidis (2003) señalan que la determinación de la estructura de capital óptima para estas sociedades puede constituir un problema, al suponer que la maximización de beneficios no es su objetivo principal, mientras que están expuestas a las mismas condiciones de mercado que las empresas capitalistas. No obstante, Dow (2018) aboga por superar estos enfoques del pasado y suponer que en un contexto de mercados completos y competitivos las empresas gestionadas por sus trabajadores tienen, también, que maximizar sus ganancias. En términos similares se pronuncia Agirre (2001), al observar que la concepción de la cooperativa como una organización no realizadora de beneficios puede significar poner trabas al desarrollo futuro del modelo empresarial cooperativo, ya que sólo desde una perspectiva de empresa es posible que cumplan con su pretendida función social de crear riqueza y empleo.

Una vez aclarada la naturaleza empresarial de la CTA y matizado el objetivo de la maximización de resultados en las mismas, se presentan las aproximaciones teóricas que han encontrado en la literatura acerca de la aplicación de las teorías financieras más relevantes a las sociedades cooperativas, siguiendo el mismo esquema presentado para las empresas en general, contemplado en los apartados previos de este mismo capítulo. A nuestro entender, para determinar si sus hipótesis y conclusiones son de aplicación para este tipo de sociedades, hay que considerar las especificidades descritas en el capítulo II de esta tesis.

5.1.1. La teoría del equilibrio estático o *trade-off*

Esta teoría implica la existencia de variables que favorecen y mitigan el uso del endeudamiento en las empresas, dando lugar a una estructura financiera óptima donde se minimiza el coste total del empleo de todas las fuentes de financiación utilizadas por la empresa. Así, en el próximo apartado se analizan las diferentes imperfecciones que comprende la teoría del *trade-off* en el marco de las sociedades cooperativas de trabajo asociado.

A. LA TEORÍA FISCAL

En principio, no existe justificación jurídica, contable o financiera que distinga el acceso y empleo de las fuentes ajenas de financiación por parte de las sociedades cooperativas. Las retribuciones satisfechas por el endeudamiento tienen un mismo componente de coste e idéntica consideración de gasto deducible en el impuesto sobre sociedades. Por tanto, la reducción de los ingresos fiscales mediante el devengo de intereses relacionados con el endeudamiento puede actuar como una motivación en el empleo de la deuda como fuente de financiación también para las cooperativas. Sin embargo, al ser las cooperativas entidades fiscalmente protegidas (véase apartado 4 del capítulo I), existen diferencias importantes que pueden afectar a la ventaja fiscal de la deuda, tal y como se concibe bajo esta teoría.

Las cooperativas poseen un tipo reducido en el impuesto de sociedades (IS)⁷⁵, por lo que el incentivo para minorar la base imponible, aunque existente, es menor debido a que, ante la misma cantidad de gasto deducible, la reducción tributaria alcanzada es menor. Este hecho es similar a lo ocurre en las pequeñas y medianas empresas, las cuales tributan también a un tipo más reducido en el IS. Por tanto, si bien el atractivo del empleo de la deuda es algo menor, todavía posee ventaja como instrumento financiero que favorece la maximización del valor de la empresa. Por tanto, al igual que proponen Miller & Modigliani (1963), las cooperativas muy rentables podrían aprovechar esta vía para reducir su factura fiscal, consituyendo la ventaja fiscal de la deuda un aspecto relevante a la hora de tomar decisiones de estructura financiera. Sin embargo, aquellas cooperativas calificadas como especialmente protegidas, entre las que se encuentran las cooperativas de trabajo

⁷⁵ Actualmente, a las cooperativas protegidas se les aplica un tipo impositivo del 21 por 100, tanto las protegidas como las especialmente protegidas. No obstante, a las cooperativas PYME se les aplica un tipo reducido del 19%, si cumplen los requisitos previstos en la formativa del IS para ser consideradas como pequeñas o medianas empresas.

asociado, cuentan con otro beneficio fiscal en forma de bonificación, el cual minorará en un 50% su cuota íntegra reduciendo notablemente el tipo efectivo medio del impuesto.

Así mismo, y a diferencia de lo que ocurre en sociedades capitalistas otras alternativas financieras de las cooperativas como la dotación de los fondos de reserva o la retribución de las aportaciones a capital, tienen la consideración de gasto fiscalmente deducible, de forma parcial. En concreto, el 50% de la parte del excedente que se destina al fondo de reserva obligatorio (FRO) también será deducible de los ingresos imposables de la empresa. Esto de alguna forma compensa el carácter irreplicable entre las personas socias del FRO, ya que se extiende, incluso, hasta la disolución de la cooperativa⁷⁶.

Los intereses satisfechos a las personas socias por sus aportaciones a capital con consideración de fondo propio resultan deducibles para el cálculo del beneficio fiscal sometido a gravamen, siempre que el tipo de interés no exceda del legal del dinero incrementado en dos puntos⁷⁷. Esta deducibilidad afecta tanto a las aportaciones obligatorias como a las voluntarias y algunos autores lo justifican al considerar los intereses como un coste financiero necesario más en el que incurre la cooperativa para obtener sus resultados. De hecho, Alonso (2001) determina que una retribución superior al capital no tendría reflejo en la normativa fiscal por entenderse abusivo y suponer una remuneración implícita del capital más allá de lo que sería propio en una cooperativa. Por tanto, por encima de este límite se equipararía el tratamiento fiscal con el de las sociedades capitalistas, adquiriendo la naturaleza de distribución de resultados, por lo que el exceso no sería deducible en el impuesto.

Por todo ello, autores como Mateos & Guzmán (2018) no consideran el empleo de la financiación ajena como una forma de escudo fiscal para las cooperativas, al contar con otra serie de incentivos fiscales específicos. En cuanto a los escudos fiscales alternativos a la deuda definidos por De Angelo & Masulis (1980), en cambio, no se aprecia diferencia en su importancia, ya que las cooperativas cuentan con los mismos mecanismos de reducción y deducción tributaria que las empresas capitalistas, en aspectos tales como actividades de investigación, desarrollo e innovación, creación de empleo, inversión en activos nuevos no corrientes o inversiones para la mejora de la sostenibilidad.

Por todo ello, aunque es de esperar que el efecto fiscal no sea relevante en el momento de determinación de la estructura financiera de las cooperativas no tiene por qué significar que se elimine la aplicabilidad total de la teoría del *trade-off* a este tipo de entidades.

B. LOS COSTES DE DIFICULTADES FINANCIERAS

Los costes de dificultades financieras son otra de las imperfecciones consideradas para explicar las predicciones de esta teoría, en este caso como factor limitador del uso de la deuda. La posibilidad de entrar en concurso de acreedores⁷⁸ hace rehuir a las empresas

⁷⁶ García-Gutiérrez (1986) alaba la connotación solidaria del FRO, ya sea para con las futuras personas socias o, si la cooperativa no prospera, con el movimiento cooperativo.

⁷⁷ A diferencia de la legislación cooperativa, que permite el devengo de intereses hasta el interés legal del dinero más seis puntos.

⁷⁸ En España, hasta 2004, existían dos instituciones de tipo legal: la suspensión de pagos y la quiebra. La

de un uso excesivo del mismo, aunque el endeudamiento posea cierta ventaja como los ahorros fiscales arriba comentados.

Las cooperativas pueden presentar, al igual que otras formas jurídicas, dificultades para atender las obligaciones de pago contraídas; situaciones que pueden generar los denominados costes de dificultades financieras que, tal y como los define Altman (1984), pueden ser directos o indirectos:

- Costes directos, los que suponen una salida de recursos y son de tipo administrativo o judicial.
- Costes indirectos, los que no suponen una salida de recursos y se originan en el mercado donde la empresa desarrolla su actividad, debidos a la percepción del alto endeudamiento por parte de clientes, proveedores o acreedores, alterando sus relaciones con la empresa. En consecuencia, pueden suponer unos menores ingresos, o bien un incremento de los costes.

En realidad, no es necesario matizar el caso de las cooperativas, ya que sus especificidades no afectan ni en el desarrollo de situaciones concursales ni a los costes que estas situaciones pueden generar. El único aspecto reseñable es que las cooperativas tienen una obligación mayor de dotar reservas irrepartibles, cuyo fin es compensar las pérdidas de la sociedad. Autores como Llobregat (1990), o más recientemente Alzola & Villáñez (2016), justifican la irrepartibilidad de este fondo aludiendo a que el FRO cumple una función de garantía en la CTA debida, en parte, a la variabilidad del capital social. Este hecho es más evidente en el caso de que la sociedad cooperativa mantenga unas aportaciones a capital cuyo reembolso sea obligatorio, optando por un capital social clasificado en el pasivo de la sociedad y, proyectando así, una imagen de menor solvencia frente a terceros.

Existen motivos que conducen a puntualizar cómo afrontan las cooperativas las situaciones de dificultades financieras. Por un lado, existen autores que apoyan la idea de que el modelo cooperativo parece ser más resiliente que las sociedades capitalistas (Arando, 2008; Pérotin, 2015). Las cooperativas de trabajo asociado, debido a su menor diversificación de trabajo y patrimonio, antes de proceder a su disolución, parecen aceptar ajustes en sueldos, en actividad y, en última instancia, en empleo para las personas socias trabajadoras, lo que podría ser indicativo de un mayor número de sociedades cooperativas

suspensión de pagos surge cuando la empresa no dispone de la liquidez necesaria en ese momento para satisfacer sus deudas inmediatas, aunque posea el suficiente activo para cancelar todo su pasivo exigible. Por tanto, es una insolvencia transitoria o provisional, siempre que exista un retraso generalizado en los pagos. En cambio, la quiebra es una insolvencia absoluta o definitiva, ya que no existe una perspectiva clara de que con la liquidación de todos sus activos empresariales se satisfagan las deudas contraídas.

Según Larriba (2005), la orientación tradicional de los supuestos de insolvencia, hasta la entrada en vigor de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, era proteger los intereses de la parte acreedora, por encima de la continuidad de la empresa. Sin embargo, el objetivo de la ley actual es potenciar la continuidad y viabilidad de las empresas, sin dejar de asegurar el derecho de cobro de las personas acreedoras. Así, se han unificado todos los procedimientos antes existentes en una sola institución, denominada situación concursal. Del propio texto de la ley se deduce que el concurso mercantil es un procedimiento legal orientado al tratamiento y solución de las insolvencias empresariales, teniendo como finalidad prioritaria el reflotamiento de la unidad económica en situación de deterioro, y tratando al tiempo de dar satisfacción a los legítimos intereses de las personas acreedoras a ser resarcidos de sus créditos. Sólo en última instancia, cuando no se pueda apreciar razonablemente la viabilidad futura de la empresa en situación concursal, es cuando la ley contempla su liquidación.

que esquivan, o emergen, de un proceso concursal ante una misma situación de dificultad financiera. Por ello, si los agentes con los que se relaciona la sociedad cooperativa perciben a este tipo de sociedades como más resilientes ante las adversidades, es posible que los costes indirectos de dificultades financieras puedan ser, comparativamente, menores. No ocurre lo mismo con los costes directos de naturaleza administrativa o judicial; si no que puede existir una percepción de mayor confianza en que las cooperativas puedan afrontar las adversidades de manera que eviten en mayor grado su posible liquidación, aplicando medidas de flexibilidad interna para poder clumplir sus compromisos (financieros o de otra índole) y, en consecuencia, sufrir una menor degradación de las ventas o de las condiciones exigidas para la obtención de la financiación. Si esto fuera cierto podría observarse un nivel mayor de endeudamiento en las cooperativas sin incurrir por ello en costes de dificultad financiera.

Pero, por otro lado, Mergarejo, Vera & Mora (2012), citando a Dow (2003) y a Park, Kruse & Sesil (2004) también señalan que el modelo de CTA presenta mayores inconvenientes en cuanto a una mayor probabilidad de quiebra, por infravaloración de sus activos, además de una mayor aversión al riesgo y una predisposición a la ineficiencia.

Por tanto, aunque no queda suficientemente claro si las cooperativas pueden afrontar comparativamente mejor o peor dichas situaciones, antes o después alcanzarán un nivel de endeudamiento en el cual afloran costes indirectos. En consecuencia, las CTA también podrán aprovechar los beneficios que suponga emplear recursos ajenos como forma de financiación (por menores que sean estos) hasta los niveles previos a que su endeudamiento general pueda apreciarse como excesivo y comience a generar costes de dificultades financieras.

C. LOS COSTES DE AGENCIA

Como se ha comentado anteriormente, los costes de agencia pueden incluirse entre las imperfecciones que buscan una estructura financiera óptima basada en la compensación de las ventajas e inconvenientes de la deuda, si bien la aplicación de esta teoría a las cooperativas requiere de ciertas matizaciones.

Como señalan Álvarez *et al.* (2000), la pauta organizativa básica de las cooperativas, en la que las personas trabajadoras ostentan la propiedad y el control, implica una menor especialización de los factores productivos en relación a otras sociedades donde sí existe una clara separación entre propiedad y control. Esto es, precisamente, la clave para analizar los problemas de agencia en las cooperativas, cuya definición requiere simultáneamente colectivos de personas con intereses contrapuestos y asimetría de información. Por tanto, la especial naturaleza de la persona socia como aportante de capital, asumiendo de forma directa las funciones de financiación, asunción de riesgos y el ejercicio del control lleva a unos problemas de agencia singulares respecto a las que podrían darse en sociedades capitalistas. En este sentido, Orellana (2002) equipara a las cooperativas de trabajo asociado con las sociedades y corporaciones cerradas definidas por Fama & Jensen (1985), donde no existe separación entre la propiedad y la dirección, e indican que son el tipo de empresa que de manera más directa y con menor coste pueden controlar los problemas de agencia.

En las relaciones que generan dichos problemas de agencia dentro de las CTA se multiplican los actores que pueden actuar de principal o agente: personas (socias o no socias) que aportan capital a la sociedad; personas (socias o no) que aportan el factor trabajo a la CTA y personas (socias o no) que ejercen labores concretas de administración y gestión de la cooperativa. Por tanto, la existencia de diferentes colectivos pueden dar lugar a intereses contrapuestos, con origen en la delegación de la autoridad de unos a otros y que, además, posean diferente grado de información acerca de la evolución actual y futura de los flujos de caja de la empresa, dando lugar a conductas interesadas y, en consecuencia, al posible establecimiento de mecanismos que mitiguen los costes asociados a dichas conductas.

Sin embargo, la proliferación de actores en las CTA no debiera suponer un entorno de mayores problemas de agencia entre las personas socias trabajadoras, dado que en esencia se han adscrito voluntariamente y la propia naturaleza de la CTA es la que lleva a las personas integrantes en ella a cooperar y, por tanto, a anteponer los intereses colectivos a los individuales. Así lo cree Ispizua (2009) el cual expone que en aquellas sociedades donde las personas socias son al mismo tiempo personas trabajadoras los conflictos de intereses deben desaparecer, puesto que los trabajadores son al mismo tiempo los aportantes de capital. Además, Orellana (2002) cree que los derechos de propiedad del colectivo de personas socias sobre la empresa, si acaso, estimulan comportamientos individuales favorables para la empresa, ya que su esfuerzo como persona trabajadora va a repercutir directamente en los resultados de la empresa de la que ellos son personas propietarias.

Así mismo, Agirre (2001) señala que la información es un derecho irrenunciable de la persona socia, lo cual fomenta una mayor implicación de la misma en la cooperativa. Este derecho a la información, desarrollado en la legislación cooperativa, va más allá del deber de informar que la legislación mercantil otorga a un inversor externo en una sociedad capitalista, reduciendo, por tanto, posibles asimetrías informativas. Además, Charterina, Albizu & Landeta (2017) comentan que estas sociedades muestran un comportamiento diferente en promover un liderazgo compartido en la fijación de objetivos y estrategias, una sensibilidad hacia la comunicación interna y la auditoría social, una preocupación por la formación y el desarrollo de las personas trabajadoras y un establecimiento de relaciones de intercooperación con otros colaboradores. Por todo ello, en las sociedades cuya guía representan los principios y valores cooperativos no debieran surgir conflictos que no puedan resolverse a través de los mecanismos de control y garantías dispuestos por la legislación cooperativa, como la estructura de gobernanza (consejo rector, asamblea general, comisión de vigilancia) o los instrumentos de gestión democrática (“una persona, un voto”, el derecho a la información de las personas socias). Así, la posibilidad de que un colectivo de personas socias se beneficie en perjuicio de otras parece ser casi nulo, o al menos no puede suponer para la empresa ningún coste añadido derivado de un problema de agencia. No obstante, conviene analizar las relaciones de agencia que puedan afectar a la estructura financiera por separado, dado que los matices pueden ser diferentes en el estudio de unos y otros. Básicamente son dos los tipos de problemas de agencia entre los agentes implicados en la práctica financiera de las CTA: uno derivado de la relación entre las personas socias propietarias y las personas administradoras de la sociedad; y el segundo, el que se origina de la relación entre las personas propietarias y las acreedoras financieras.

La relación de agencia entre la propiedad (principal) y la dirección de la sociedad (agente)

En las cooperativas es el consejo rector el que designa a la dirección que, disponiendo funciones idénticas a las que cumplen en una sociedad capitalista, deben actuar en representación del colectivo de las personas socias. En algunos tipos de cooperativas, como las de consumidores o productores, los requisitos para la obtención de la condición de persona socia limitan que las personas socias, a su vez, sean las administradoras de la sociedad. Como comenta Hansmann (1996) en estos tipos de cooperativas las personas socias pueden tener objetivos muy diversos y, por tanto, para evitar los costes que se generan por la toma de decisiones de una manera colectiva, es común encontrar la figura del gestor profesional que, sin poder cumplir con los requerimientos para ser persona socia, presta sus servicios a cambio de una contraprestación. Esta situación podría encuadrarse, según Álvarez (1999), dentro de una relación pura de agencia entre la propiedad y la dirección, con todas sus consecuencias que ello implica. Por ello, Gentzoglanis (2007), señala que en las cooperativas la deuda también puede ejercer como mitigador de conflictos de intereses entre las personas socias (al alinear sus objetivos individuales) y actuar como una fórmula de control que fuerza a la dirección de la organización a tomar mejores decisiones financieras y operativas en beneficio del colectivo. Spear (2004) va más allá, y justificando la escasa influencia que las personas socias ejercen frente a la administración, indica que en estas clases de cooperativas la discrecionalidad de la dirección es todavía mayor a la de las empresas capitalistas.

Sin embargo, no ocurre lo mismo en las cooperativas de trabajo asociado, donde lo que se cooperativiza es el trabajo y lo más habitual es que las personas directivas provean, aparte del capital para la adquisición de la condición persona socia, de su trabajo; en este caso, de administración y gestión de la sociedad. Por tanto, y de acuerdo a los argumentos expuestos anteriormente, la divergencia de intereses respecto al colectivo es mínima al ostentar la dirección y las personas trabajadoras la misma condición e idénticos derechos de voto e información. Además, conforme a la equiparación de las CTA con las sociedades y corporaciones cerradas (Fama & Jensen, 1985), se puede presuponer a la parte propietaria una participación más activa en conexión con las personas administradoras, o como mínimo, un rol menos pasivo que el que poseen las personas propietarias de sociedades con motivaciones principalmente inversoras. En este sentido, Elortza *et al.* (2012) comentan que la persona socia de una CTA es más consciente de los problemas que la empresa debe afrontar que un socio capitalista en otras formas de sociedades mercantiles. De hecho, Fakhfakh, Pérotin & Gago (2012) señalan que, fruto de los menores costes de agencia y mayores incentivos de este tipo de empresa, debería observarse una menor proporción de personal directivo en las cooperativas de trabajo asociado.

Sin embargo, y en contra de lo que comenta Ispizua (2009) no puede descartarse que las personas socias gestoras tengan, así mismo, unas motivaciones similares a las de cualquier perfil de persona directiva de empresa que, como señalaba Williamson (1974), giran en torno al estatus, al poder y a la reputación. Estas motivaciones pueden dar lugar a conductas en su propio beneficio que pueden perjudicar al colectivo de personas socias. Por ello, en este contexto no puede descartarse que la financiación ajena muestre un efecto disciplinador en las personas directivas, como puede ocurrir en las sociedades capitalistas, dado que un nivel de endeudamiento exigente puede realinear los objetivos individuales de

la dirección con los del colectivo de personas socias. Además, al poseer información sobre las actuaciones de la dirección, las conductas interesadas pueden reconducirse mediante un seguimiento de sus acciones en los órganos de control como el consejo rector e, imponer, si procede, las penalizaciones oportunas. Por ello, los mecanismos internos adquieren una relevancia especial en las CTA, en las que unos órganos y procesos eficientes pueden ser garantes de que no broten este tipo de problemas.

La relación de agencia entre las personass propietarias (agente) y las acreedoras de la sociedad (principal)

Los problemas de agencia son más claros en las relaciones entre el colectivo de personas socias que actúa como propietarias y los proveedores de financiación. Por el objeto de estudio de esta investigación, se centra el análisis en la relación que surge respecto a los aportantes de fondos a la cooperativa distintos de aquellos necesarios para la obtención de la condición de persona socia (las aportaciones obligatorias a capital) y que pueden provenir tanto de personas socias como de terceras personas ajenas a la entidad. Como se observa en el capítulo anterior, las personas socias pueden aportar fondos a la cooperativa en forma de aportaciones voluntarias a capital o suscribir diferentes títulos que la sociedad emita en forma de aportaciones financieras subordinadas, títulos participativos, etc. Estos instrumentos financieros, considerando sus características y en aplicación de la normativa contable, se clasifican como fondos propios o ajenos de la sociedad, por lo que los problemas de agencia pueden originarse no sólo por la financiación vía endeudamiento, sino que también por las aportaciones que integran el patrimonio neto de la cooperativa.

En el apartado teórico previo correspondiente a la teoría de la agencia se indica que los conflictos de intereses entre personas propietarias y aportantes de financiación se producen como consecuencia de la desigual posición respecto a los derechos económicos que disponen y a los riesgos que asumen en esta relación de principal-agente. Por tanto, al igual que en otras formas societarias, en las cooperativas también el conjunto de personas socias pueden actuar en su propio interés y en perjuicio de las personas acreedoras, originando, en términos similares, problemas de sustitución de activos (Jensen & Meckling, 1976), problema de subinversión (Myers, 1977) y problemas derivados de la renuncia a liquidar y de las decisiones cortoplacistas (Titman, 1984; Barnea *et al.*, 1985). Para más información, véase el apartado 3.1.5 del capítulo II.

Sin embargo, el régimen económico de las cooperativas añade una singularidad específica, al posibilitar la existencia de personas con mayor capital en instrumentos de patrimonio o de pasivo, pero sin mayor número de votos. No obstante, como el acceso a la información de cualquier persona, con más o menos capital invertido en la sociedad es el mismo, estas situaciones podrían superarse con el desarrollo de estatutos, reglamentos internos, etc. que satisfagan los intereses comunes por encima de los individuales.

Adicionalmente, en las CTA puede presentarse el denominado problema del recurso común, tal y como lo definen Milgrom & Roberts (1993), y que puede dar origen a que las personas socias sean más reticentes a realizar aportaciones de capital individuales que incrementen el valor de la empresa, siendo mayor este problema de subinversión cuanto mayor sea el colectivo de personas socias. Nilsson (2001), además de comentar que la propiedad común es la causante de este desincentivo por la inversión, sugiere que, además

de lo anterior, puede provocar la apatía entre las personas socias. Hernández (2020), en cambio, señala que ante problemas de recurso común las personas socias pueden emplear la deuda como fórmula de protección del capital individual, mientras que Orellana (2002) advierte que puede producirse una sobre-utilización del recurso común, que en este caso constituye la empresa, por parte de de las mismas personas socias, al provocar una preferencia por la obtención de rendimientos a corto plazo en vez de una dotación colectiva a los fondos de la empresa.

Otra alternativa para resolver esta cuestión del recurso común es incrementar el patrimonio individualizado de la cooperativa frente al patrimonio común, aunque este hecho favorece la variabilidad del capital y, por tanto, puede tener un impacto negativo en el desempeño financiero de la cooperativa al ocasionar una menor estabilidad patrimonial y mayor riesgo de descapitalización (Tortia, 2018).

Dow (2018), sin embargo, señala que los problemas de la elección colectiva en empresas gestionadas por sus personas trabajadoras pueden resolverse mediante un buen diseño organizacional, prevaleciendo un sistema de democracia representativa (en lugar de participativa), una delegación de decisiones operativas en la gerencia y una minimización de los costes de negociación, compartiendo información fiable entre las personas socias trabajadoras o sus representantes. Por todo ello, autores como Bonin, Jones & Putterman (1993), Ben-Ner & Jones (1995), Dow (2003), Addison (2005) y Fakhfakh *et al.* (2012) señalan que la participación de las personas socias trabajadores en la empresa reduce los costes de agencia e información.

Efectos de los problemas de agencia en la dinámica financiera de las cooperativas

Considerando el esquema de agencia presentado en el apartado anterior, Álvarez *et al.* (2000) exponen las dificultades para financiarse que presentan las sociedades cooperativas, al constatar una escasa motivación para realizar nuevas aportaciones e inversiones por parte de las personas socias.

Por un lado, la legislación cooperativa, tal como se observa en el marco jurídico del capítulo II, limita la retribución de las aportaciones al capital social, descarta otorgar mayor poder político a las personas socias en función de su aportación y restringe la transferibilidad de sus participaciones. Además, no todos los marcos legales permiten a las personas socias apropiarse de la acumulación de fondos en reserva voluntaria en caso de liquidación de la cooperativa. Por otro lado, el principio de libre adhesión permite la entrada de nuevas personas socias y la salida de las antiguas, aunque todas participen de los resultados de las inversiones realizadas en igualdad de condiciones. Este hecho puede ocasionar que las personas socias pueden no estar motivadas para invertir en su propia cooperativa, salvo que pretendan permanecer en la empresa durante todo el plazo de recuperación de la inversión, dando lugar al problema conocido como de horizonte temporal (Pejovich, 1969; Furubotn & Pejovich, 1970; Furubotn, 1971, 1976; Jensen & Meckling, 1979). Estos autores corroboran que no todas las personas detentan igual horizonte de permanencia y, en consecuencia, concluyen que las decisiones de inversión no son las óptimas (Furubotn & Pejovich, 1970); Vanek, 1977). El hecho de limitar los derechos de la persona socia a los rendimientos de las inversiones en el periodo en el que trabajan en la empresa, puede hacer que las personas socias exijan tasas más altas de retorno o periodos de recuperación

cortos. Por ello, ante los problemas de horizonte temporal, el propio Vanek (1975) propone la utilización de la financiación externa frente a la interna, ya que la deuda permitiría sincronizar los pagos a realizar con la generación de los rendimientos del proyecto de inversión. Sin embargo, Jensen & Meckling (1979) advierten que de esa forma, la amortización del endeudamiento puede recaer sobre las futuras personas socias mientras que las inversiones pueden incrementar el cash flow a corto plazo, en beneficio de los actuales socios.

Ante estos problemas de horizonte temporal Arcas *et al.* (2017) sugieren que las cooperativas deben incrementar el *cash flow* disponible para los pagos corrientes, aunque dicha cantidad sea financieramente ineficiente, y acelerar la recuperación de la inversión. Sin embargo, autores como Ellerman (2013) y Galor & Sofer (2019) proponen el empleo de cuentas de capital interno⁷⁹.

Por otra parte, Bowles & Gintis (1990; 1993; 1996) aseguran que las personas socias trabajadoras, a menudo, no cuentan con recursos financieros suficientes para proveer el capital necesario para la empresa. Así mismo, comentan que estos problemas se agravan por la aversión al riesgo de las personas trabajadoras socias porque, al concentrar trabajo y ahorros en una misma entidad, tienen un patrimonio menos diversificado y ello puede promover que sean excesivamente prudentes hacia los proyectos de inversión. Por todo ello, existe la convicción de que en las empresas gestionadas por sus trabajadores se realizan menos inversiones, o bien que se emplean criterios de selección más conservadores (por ejemplo exigiendo un periodo de recuperación más corto). Por ello, es común que se asocie a las cooperativas con problemas de sub-inversión⁸⁰ que, además, pueden sufrir las mismas consecuencias de la infrainversión producida como consecuencia de la relación de agencia entre personas propietarias y acreedoras financieras, tal y como se expone en el apartado genérico de este mismo capítulo. Por tanto, fruto de la singularidad cooperativa y acorde con estos condicionantes de la política de inversión, es posible que las CTA aprovechen menos sus oportunidades de crecimiento y que en su financiación predomine la financiación ajena de corto plazo frente al largo plazo.

No obstante, también se apunta como una posible solución para minorar el impacto de los problemas de infrainversión un menor uso de la financiación ajena, empleando, por tanto, en mayor medida, los fondos propios de la sociedad. Sin embargo, las especificidades cooperativas no ayudan a prescindir del endeudamiento, dado que tampoco hay facilidades para que terceras personas realicen participación en el neto de la sociedad, y en las pocas alternativas existentes (por ejemplo la persona socia colaboradora), debido a las limitaciones que establece la legislación cooperativa. En estos casos, si bien la cooperativa puede ofrecer ciertos derechos económicos interesantes, no ocurre lo mismo con los

⁷⁹ En este caso mencionan a MONDRAGON como una entidad pionera en el uso de estas cuentas de capital, denominadas internamente como cartillas.

⁸⁰ Tortia (2018) comenta que el marco legal que posibilita la apropiabilidad de los excedentes reinvertidos en la empresa es un factor relevante a la hora de sufrir problemas de subcapitalización como los comentados por Furubotn & Pejovich (1970) y Vanek (1977). En este sentido, comenta que, entre los modelos basados en el derecho civil, el italiano o finlandés tienen menos incentivos económicos para reinvertir los fondos al existir la posibilidad de recuperar esos capitales (al menos en parte) por las personas socias de las cooperativas, mientras que en el francés y en el español los fondos permanecen en el movimiento cooperativo, aunque abandone la sociedad o la misma se liquide.

derechos sociales; o no al menos en una cantidad suficiente como para que estas personas puedan ejercer una influencia notable ni en el devenir de la sociedad ni en las decisiones que a ellos les competan, como la retención del excedente o su distribución. Gentzoglanis (2007) señala que las reglas de gobierno pueden ser otro factor que puede explicar la estructura de capital subóptima de las cooperativas y propone una estrategia de gobernanza que pueda aumentar su eficiencia. Por todo ello, y en coherencia con lo que se analiza en el marco de la financiación (capítulo II), en estas sociedades existe una limitación relevante en las alternativas para el incremento deliberado de los fondos propios de la cooperativa.

Por último, cabe mencionar las investigaciones que estudian la influencia que tienen las características personales en las relaciones de agencia mencionadas y, en consecuencia, en las decisiones financieras. Como en las cooperativas la toma de decisiones es democrática y no depende del capital aportado, las personas investigadoras teorizan acerca de la idoneidad del colectivo de personas socias o de los miembros de los órganos de gobierno en cuanto a su heterogeneidad o uniformidad. Una revisión de los trabajos que bajo una perspectiva de teoría de agencia estudian las ventajas e inconvenientes de la heterogeneidad del colectivo de personas socias o de los miembros de los órganos de gobierno puede verse en Hernández, Martín & Minguez (2016) y en Hernández, Olaya & Torres (2020). Si bien parece un enfoque interesante no se corresponde con el objetivo perseguido por la presente investigación.

En conclusión, las relaciones de agencia analizadas que, según esta teoría la cooperativa debe contemplar en el momento de la toma de decisiones de estructura financiera, producen costes de agencia del capital, aunque en menor medida que en sociedades capitalistas; mientras que existirán costes de agencia asociados a la deuda, generados por la relación entre personas propietarias y acreedoras, en la misma medida que en el resto de sociedades mercantiles. Por tanto, y bajo la perspectiva de la teoría del *trade-off*, estos costes se sumarán a los costes de dificultades financieras, que a partir de un nivel de endeudamiento reducen el valor de la empresa y, en consecuencia, son factores limitadores del empleo de la financiación ajena en contraposición a la ventaja fiscal.

Ahora bien, si la asimetría de información es casi inexistente entre los *insiders* de la empresa como se acaba de comentar, no ocurre lo mismo respecto a los *outsiders* y demás proveedores de financiación, al no disponer de los mismos derechos de información que las personas socias. Por ello, es necesario ampliar el planteamiento de esta revisión y considerar los fundamentos de las teorías basadas en la asimetría informativa para dilucidar los condicionantes y motivaciones de las decisiones financieras de las CTA, lo cual se analiza en el siguiente apartado.

5.1.2. La teoría del orden preferente o *pecking order*

De los enfoques teóricos basados en la asimetría de información se descarta la aplicación de la teoría de la señalización a las cooperativas, ya que, como comenta Zingales (2000), esta teoría se sostiene en una configuración y en unas prácticas que comprenden únicamente a grandes corporaciones cuyos títulos cotizan en mercados organizados. Sin embargo, parece que la singularidad cooperativa no puede desechar la posibilidad de que en las sociedades cooperativas también exista, como en las organizaciones no

personalistas, un orden jerárquico en el empleo de las fuentes de financiación bajo los fundamentos expuestos por Myers (1984) y Myers & Majluf (1984).

En este sentido, cabe recordar que la teoría del *pecking order* basa su razón de ser en el distinto grado de información de una relación contractual entre *insiders* y *outsiders*, que intenta minimizar las ineficiencias de las decisiones de inversión a través de la estructura financiera de la empresa. Myers & Majluf (1984) justifican este comportamiento empresarial por la percepción que la emisión de un título de pasivo o de patrimonio neto transmite al mercado sobre la generación actual y futura de los flujos de caja, y por la influencia del nivel de riesgo y de los costes de transacción del título emitido en la valoración de la empresa. En este sentido, Seo & Choi (2016) apuntan que en las cooperativas los costos de la asimetría de información conforme a la teoría del orden jerárquico no son un problema importante, ya que los miembros pueden obtener la información de sus empresas siempre que la requieran y, normalmente, no son empresas muy expuestas a los mercados financieros.

Sin embargo, Berggren, Olofsson & Silver (2000) introducen un nuevo elemento a considerar para la clasificación de las fuentes: la aversión a la pérdida de control que puede sufrir la empresa. En este sentido, este autor concluye que las empresas de mayor tamaño tienen menos aversión a la pérdida del control, y que las pequeñas siguen confiando más en recursos internos; por lo que las de mayor tamaño emplean un mayor número de alternativas de financiación, además del interno y del bancario.

Así, a falta de un cuerpo teórico sólido que lo refrende, se utilizan criterios de coste, de información imperfecta y de intrusismo en el negocio para determinar un posible orden preferente de las fuentes de financiación, el cual tiene en consideración las especificidades que presentan las CTA, ya analizadas en el apartado 5 del capítulo II.

Dada la obligatoriedad de dotar fondos de reserva, estos se convierten, automáticamente, en los primeros fondos empleados por las CTA en la jerarquía de las distintas alternativas existentes. No obstante, existe la posibilidad de que las cooperativas retengan beneficios en forma de fondo de reserva por encima del mínimo del 20 - 25% destinados al FRO, ya sea incrementando el porcentaje, o dotando fondos de reserva voluntarios de distinta naturaleza. En este sentido, según Tortia (2021) las reservas irrepantibles entre las personas socias son las que garantizan un patrimonio que permite financiar los proyectos de inversión, sirviendo como garantía frente a terceros, además de proteger al colectivo de personas socias de eventos adversos e imprevistos. Por tanto, si hay oportunidades de inversión, la sociedad empleará en primer lugar estos fondos, debido a la ausencia de asimetría informativa y porque, a diferencia de la deuda, no presentan problemas de selección adversa. Además, posee un menor coste explícito por no incurrir en ningún coste de transacción, aunque el exceso de dotación por encima de lo legalmente exigido suponga un coste de oportunidad al ser la alternativa a la distribución del excedente entre las personas socias. Por ello, Ananiadis *et al.* (2003) manifiestan que cuanto mayor es la proporción de beneficios no distribuidos en las cooperativas, si bien abarata los costes empleados en financiar las inversiones, puede no satisfacer los intereses a corto plazo de sus miembros, que pueden preferir la distribución de la totalidad o gran parte del excedente.

Sin embargo, Cabaleiro, Iglesias & Martínez (2019) afirman que una mayor retención de beneficios, además de aumentar la autofinanciación de la cooperativa, permite disminuir la participación financiera de la persona socia en términos de compromiso y riesgo financiero⁸¹ y en consecuencia, los condicionantes de la política de distribución de excedentes pueden hacer más o menos necesario acudir al endeudamiento.

Además de las reservas obligatorias de naturaleza irrepartible, la cooperativa también puede dotar fondos de reserva voluntarios, ya que aun no existiendo obligación legal, la empresa puede decidir retener una mayor parte del excedente con carácter repartible o irrepartible. Según Tortia (2018), mientras que aquellas que engrosan el patrimonio común están principalmente orientadas a garantizar la estabilidad de los proyectos de inversión y las garantías colaterales, las reservas repartibles, individualizadas o no, pueden mejorar los incentivos financieros de las personas socias, por lo que ambas opciones pueden ser interesantes para la sociedad.

No obstante, y como se comenta en el apartado de perspectiva financiera correspondiente al apartado 5.3.3 del capítulo II, ante la disyuntiva de dotar más FRO o constituir FRV, las cooperativas suelen optar por FRV, debido a las restricciones en cuanto a uso o aplicación que presenta FRO y porque su dotación no es recuperable en ningún caso, ni tan siquiera en el momento de la liquidación de la CTA (Martín, 2013). Por el contrario, la preferencia entre FRV repartibles o irrepartibles no parece estar tan clara y la dotación de uno u otro tipo puede estar relacionada con los objetivos sugeridos por Tortia (2018), es decir, que si lo que pretende la CTA es afianzar la estabilidad patrimonial de la cooperativa, lo hará en favor de fondos de naturaleza irrepartible; o, por el contrario, lo que busca es motivar financieramente a la persona socia, lo hará en conceptos que puedan ser repartibles entre las personas socias⁸².

Siguiendo con las argumentaciones teóricas del *pecking order*, la siguiente fuente de financiación en la jerarquía de las alternativas de financiación lo constituirían los recursos ajenos en forma de endeudamiento. En este sentido, esta teoría predice que cualquier empresa contratará en primer lugar instrumentos de corto plazo y a plazos más largos posteriormente, debido a razones asociadas al coste y al riesgo. Así mismo, una deuda a menor plazo supone un menor intrusismo en el control de la sociedad que la financiación a largo, debido a que las empresas no quieren ver peligrar su independencia al solicitar un préstamo dilatado (Hernández & Martínez, 2006). Es posible que este orden preferente se mantenga también en las CTA, ya que Hernández (2020) advierte de que el colectivo de personas socias, ante la divergencia de objetivos individuales y como fórmula para mitigar la incertidumbre, pueden provocar una preferencia del endeudamiento frente a la aprobación de nuevas aportaciones de capital. Las personas socias perciben que los

⁸¹ En este sentido autores como Zevi (2005) o Navarra (2010) sostienen que las personas socias trabajadoras buscan seguridad laboral y estabilidad salarial, por lo que ven la acumulación de capital mediante la retención de sus resultados como una fórmula de garantizarlo.

⁸² Dada la constitución voluntaria de estos fondos, queda en manos del colectivo de personas socias la posible recalificación de estos fondos en otra naturaleza para darle los usos que el conjunto de personas socias decida en asamblea general. El carácter de estos fondos puede ser modificado a voluntad del conjunto de personas socias.

riesgos de la deuda recaen en el colectivo y no individualmente, mientras que ocurre un efecto psicológico contrario respecto a las aportaciones a capital social, lo cual los relega al último lugar del orden preferente. Además, Tortia (2021) comenta que el hecho de ser cooperativa no tiene por qué ser un obstáculo en el acceso a la financiación, al menos si son capaces de acumular garantías colaterales suficientes y estén integradas en el sistema local de crédito, como cualquier otro tipo de entidad.

La aportación de fondos de carácter voluntario por parte de las personas socias con una motivación financiera, como por ejemplo aportaciones voluntarias, si bien no otorga mayores derechos sociales (como el de voto) puede proporcionar una mayor retribución económica, a la par que suponer una vía válida para la captación de ahorros para la sociedad. Pero las cooperativas también pueden acceder a otros instrumentos financieros externos, normalmente títulos de deuda de distinta naturaleza (títulos participativos, bonos, obligaciones, etc.), o bien aprobar la suscripción de participaciones especiales o aportaciones financieras subordinadas, las cuales pueden adquirir tanto personas internas como externas y llegar a tener, incluso, consideración de capital social. Sin embargo, sólo las cooperativas de un tamaño considerable podrán aprovechar las economías de escala para que los costes de transacción generados no encarezcan en exceso este tipo de financiación que requiere incurrir en gastos operativos de cierta envergadura.

Otra fórmula en principio menos lesiva para la capacidad financiera del conjunto de personas socias es la capitalización de conceptos retributivos (retornos, intereses,...). Como corresponden a cantidades derivadas de la distribución del excedente, suele implicar la participación de la totalidad (o casi) de las personas socias⁸³, pero sin que ello les suponga extraer fondos de sus ahorros personales, externos a la CTA. Sin embargo, Mateos & Guzman (2018) apuntan que la acumulación de capital social en las cooperativas es problemática, por la posibilidad de reembolso existente, y, por tanto, es menos deseable que el resto de alternativas de financiación. En este sentido Tortia (2018) afirma que cuando una gran parte del patrimonio neto es individual, su variabilidad puede conducir a una subcapitalización de la empresa o puede otorgar a determinadas personas socias un poder inusual sobre la toma de decisiones estratégicas debido al riesgo de descapitalización en caso de que decida abandonar la sociedad.

En cualquier caso, y considerando las implicaciones que comenta Hernández (2020) - preferencia del endeudamiento frente a aportaciones a capital-, relegaría a estas aportaciones al último lugar jerárquico. Por tanto, ante todas estas alternativas de financiación la cooperativa priorizará aquel instrumento que mejor responda a las necesidades de su empresa en cuanto a volumen, accesibilidad, coste y estabilidad, tal y como se muestra en la siguiente tabla:

⁸³ Los retornos se distribuyen en función de la participación de las personas socias en la actividad cooperativizada que, en las CTA, se corresponde con el trabajo. Por tanto, las reducciones de jornada o excedencias, suponen que estas personas no podrían capitalizar estas cantidades. En cambio, los intereses de las aportaciones se calculan en función del capital aportado, por lo que su capitalización implicaría a toda persona socia en la financiación de la cooperativa.

Tabla 30. Jerarquía de fuentes de financiación de una CTA en aplicación de la teoría del *pecking order*

1º	Fondos de reserva obligatorio, hasta el mínimo legal	
2º	Fondo de reserva voluntario repartible o irrepartible	
3º	Financiación ajena a corto plazo - externa a la CTA	
4º	Financiación ajena a largo plazo - externa a la CTA	
5º	Financiación propia o ajena vía otros instrumentos financieros externos	Financiación interna de carácter voluntario, con consideración de propia o ajena, o capitalización de conceptos retributivos (retornos, intereses,...)
6º	Aportaciones obligatorias a capital, sucesivas o sobrevenidas	
7º	Cuotas periódicas	

Fuente: Elaboración propia

En cualquier caso, las aportaciones obligatorias a capital y las cuotas periódicas quedarían un peldaño por debajo de aquellas alternativas de carácter más voluntario, debido a que los fondos tienen un origen externo, por lo cual supone realizar un esfuerzo financiero a la persona socia; y entre ellas, será preferente el empleo de aportaciones debido a que al menos estas otorgan un derecho a ser retribuidas, al contrario que las cuotas, las cuales engrosarían el fondo de reserva obligatorio. En efecto, las fórmulas para ampliar el patrimonio neto de las cooperativas se sitúan a la cola de estas preferencias, debido a diversas causas (Melgarejo *et al.*, 2012): (1) posible carencia de motivación por parte de las personas socias por su falta de diversificación patrimonial en cuanto a trabajo y ahorros, (2) los escasos recursos financieros con que cuentan, en general, las personas socias trabajadoras y (3) las restricciones legales existentes para dar entrada a los socios inversores no trabajadores a los que se restringe la participación en los órganos y la transferibilidad de sus participaciones.

Por otro lado, en un trabajo basado en cooperativas agrícolas brasileñas, Toesca, Uribe & Pegorini (2003) consideran una alternativa la ampliación del capital a partir de incrementar la base social por criterios financieros; aspecto que, en teoría, no cumple el capital social en las cooperativas según el marco que se ha revisado en el capítulo primero. Por ello, en el contexto de esta investigación la ampliación de capital social en base a la incorporación de nuevas personas socias por razones financieras no parece una alternativa realista. Como señalan Avsec & Štromajer (2015), normalmente, las cooperativas crecen de manera orgánica, mediante la admisión de nuevas personas miembro y la reinversión de sus excedentes, lo que suele requerir tiempo, perseverancia y paciencia, lo cual anula, en cierta manera, la motivación financiera de las aportaciones obligatorias iniciales de las nuevas personas socias.

Mateos & Guzman (2018) comentan que, probablemente, las características distintivas de las cooperativas relativas a sus condicionantes organizativos, los procesos de toma de decisiones, la estructura de propiedad y sus características sustantivas afecten tanto a la disponibilidad de financiación como a las preferencias sobre los mismos. Por ello, es importante analizar los estudios empíricos realizados, los cuales se presentan a continuación.

5.2. Revisión empírica acerca de las CTA y sus aspectos financieros

A lo largo de los años se han realizado trabajos empíricos que han tratado de demostrar las hipótesis y planteamientos desarrollados en el apartado de revisión teórica, muchos de ellos relativos a empresas gestionadas por sus trabajadores y en menor proporción a sociedades cooperativas de trabajo asociado. El análisis de los mismos se ha organizado desde 3 perspectivas: en primer lugar se presentan los resultados y conclusiones de las investigaciones que han tratado de constatar o refutar los aspectos mencionados en la revisión teórica relacionados con las empresas gestionadas por sus trabajadores, en general, y respecto al modelo cooperativo, en particular, haciendo especial mención a aquellos trabajos que traten sobre cuestiones que puedan influir en las decisiones de inversión-financiación de estas empresa. A continuación, se aborda un análisis específico de los trabajos empíricos donde tratan de estudiar la aplicación de las teorías financieras a las sociedades cooperativas, a través de los cuales pueden identificarse los factores relevantes que puedan explicar su comportamiento financiero. Por último, se presentan los trabajos que han girado sobre los temas analizados aplicados a las cooperativas de MONDRAGON, por ser el objeto de estudio de esta tesis.

5.2.1. Estudios sobre empresas gestionadas por sus trabajadores o cooperativas

Dow (2018), en su trabajo sobre el pasado, presente y futuro de la teoría de las empresas gestionadas por sus trabajadores, entre las que se incluyen las sociedades cooperativas de trabajo asociado, organiza en 3 bloques los estudios empíricos más relevantes: (i) aquellos relacionados con los objetivos de estas empresas, (ii) los que abordan la problemática del horizonte temporal y la infracapitalización, y (iii) los que se refieren a su productividad y supervivencia respecto a otras formas de naturaleza más capitalista.

(i) Conocer la orientación del objetivo fundamental de las CTA es realmente interesante, ya que, como se menciona en apartados anteriores, una de las premisas empleadas en la configuración de las teorías financieras es la intencionalidad de la sociedad en maximizar su valor en el mercado. Por tanto, una diferencia en este sentido podría alterar la aplicación de estas teorías a las sociedades cooperativas de trabajo asociado. Entre las investigaciones que estudian los objetivos de este tipo de empresa destacan los trabajos realizados en EEUU (Craig & Pencavel, 1993; Pencavel & Craig, 1994; Park *et al.*, 2004; Wang, 2016) o Uruguay (Burdín & Dean, 2012), utilizando funciones flexibles entre la maximización de los beneficios y la maximización del empleo (o de los ingresos por trabajador) cuyos resultados se decantan por esto último. Así mismo, un buen número de ellos destacan que, ante adversidades o shocks del mercado, estas empresas fomentan el mantenimiento del empleo frente al ajuste de salarios (Craig & Pencavel, 1994; Pencavel, Pistaferri & Schivardi, 2006; Burdín & Dean, 2009; Melgarejo *et al.*, 2010; Díaz & Marcuello, 2010); Calderón & Calderón, 2012; Pencavel, 2015). Por su parte, Grávalos & Pomares (2001) justifican este hecho debido a que, antes de disolver la empresa, las CTA están más dispuestas a aceptar una menor actividad o

menores retribuciones, que renunciar a la entidad en la que depositan su trabajo y sus ahorros. No obstante, Melgarejo *et al.* (2012) apuntan que una consecuencia de todo lo anterior es que las CTA actuarán con mucha más cautela ante la admisión de nuevas personas socias.

Cabaleiro & Iglesias (2016) realizan un estudio acerca de las cooperativas gallegas para constatar las estrategias de maximización de la renta de las personas socias, ya sea de excedente nulo o de excedente positivo⁸⁴. Observan que hay empresas en las que, a pesar de haber aflorado un excedente contable, las personas socias lo recuperan a través de otros flujos de renta como la distribución de reservas voluntarias. Por ello, confirman que determinadas sociedades cooperativas siguen una estrategia de excedente nulo en línea con lo que postula la teoría. Sin embargo, el patrón no es uniforme para todas las cooperativas, por lo que desvelan que detrás de cada estrategia puedan existir diferentes motivaciones.

- (ii) El segundo bloque de los trabajos empíricos toma en consideración las predicciones del problema del horizonte temporal que derivan en problemas de infrainversión. Como se ha advertido en la revisión teórica, el régimen económico-financiero de estas sociedades puede ocasionar ciertos problemas en la cooperativa cuyas consecuencias pueden influir en los procesos de inversión-financiación de estas sociedades. No obstante, la evidencia empírica no termina de demostrar la supuesta menor inversión por parte de su colectivo de propietarios en este tipo de empresas. Fakhfakh *et al.* (2012) aportan evidencias de que la tasa de crecimiento del capital de las empresas gestionadas por sus trabajadores no era menor que el de las de naturaleza capitalista. De hecho, aseguran que las empresas gestionadas por sus trabajadores crecen tan rápido o más que las demás empresas de la misma industria. No obstante, en muchos sectores las proporciones de capital por trabajador son significativamente más bajas, lo que los autores explican como a la revelación de un coste de capital más alto. Sin embargo, concluyen que no existe un problema de inversión insuficiente, justificado por la obligatoriedad de dotar reservas con parte de sus resultados, en línea con Estrin & Jones (1992) o Pencavel *et al.* (2006). Por otro lado, Bartlett, Cable, Estrin, Jones & Smith (1992) y Jones (2007) determinan que las cooperativas de trabajo son menos intensivas en capital que las empresas convencionales en Italia, si bien no encuentran diferencias significativas respecto a la inversión. Pencavel *et al.* (2006) en cambio, señalan que las relaciones capital-trabajo de las cooperativas están más dispersas que las de otras empresas, con mayores proporciones de cooperativas con muy baja y muy alta intensidad de capital.

Los hallazgos de Cabaleiro, Iglesias & Martínez (2019) también cuestionan los planteamientos teóricos de la infrainversión de las cooperativas, al constatar que en las CTA, la entrada de nuevas personas socias se vincula a mayores ventas, lo cual es coherente con la actividad cooperativizada de estas empresas. Así mismo, afirman que las CTA que cuentan con un mayor número de personas socias mantienen su nivel de autofinanciación, aumentando su aportación patrimonial, por lo que no se observa un intento de reducir su compromiso financiero individual.

⁸⁴ Una estrategia de excedente nulo se considera aquella en las que la entidad distribuye los márgenes de resultados a través de incrementos de los precios, obteniendo, por tanto, excedentes nullos. Sin embargo, la estrategia de excedentes positivos sería aquella en la que no ocurre esta circunstancia.

(iii) En el apartado teórico previo se ha tratado de asociar la mayor supervivencia de las empresas gestionadas por sus trabajadores con los costes de dificultades financieras, imperfección relevante en el estudio de la teoría del *trade-off*. Respecto a esta cuestión existen múltiples estudios empíricos que avalan que el modelo cooperativo sea más resiliente, debido a sus mejores tasas de supervivencia, como en Park *et al.* (2004), Perotín (2004), Arando (2008), Birchall & Ketilson (2009), Zevi, Zanotti, Soulage & Zelaia (2011), Roelants, Dovgan, Eum & Terrasi, (2012), Cantarero, González & Puig (2013), Burdín (2014), Boone & Özcan (2014), Pimenta & Stewart (2015), Costa & Carini (2016) y Fusco & Migliaccio (2018). En este sentido, Roelants *et al.* (2012) sugiere que la resiliencia de las cooperativas es más acentuada en los países que cuentan con un mejor marco legal en cuanto a la protección y promoción de este tipo de empresa.

Por último, Bond (2009), estudia la influencia que tiene el tamaño y las características del equipo directivo en el desempeño de las cooperativas. Dice que a más personas directivas, se reducen algunas medidas de desempeño, en el sentido que predice la literatura sobre el gobierno corporativo. Sin embargo, Ispizua (2009) empleando una muestra de 30 cooperativas vascas obtiene resultados que atestiguan que la tasa de rotación de las altas directivas está relacionada con la rentabilidad de la cooperativa, si bien no demuestra de manera significativa una relación clara entre unas malas ratios de rentabilidad económica y una mayor probabilidad de destitución de las mismas. El autor lo atribuye a que en las sociedades cooperativas, además de la gestión económica, se pueden tener en cuenta otra serie de resultados y logros difíciles de medir, dada la hibridación de este tipo de empresa entre la esfera social y económica.

A continuación, se recogen las investigaciones empíricas que tratan sobre las decisiones económico-financieras, ya sea en empresas gestionadas por sus trabajadores o en sociedades cooperativas.

5.2.2. Estudios empíricos sobre decisiones financieras de empresas gestionadas por sus trabajadores o cooperativas

En la literatura científica existen diversos trabajos empíricos cuyo objetivo es realizar un análisis comparado sobre los indicadores de endeudamiento de sociedades cooperativas respecto a empresas capitalistas. Sin embargo, las conclusiones no son uniformes, encontrando estudios donde se observan niveles menores de apalancamiento en cooperativas como en Barton, Boland, Chaddad & Eversull (2011), Soboh, Oude-Lansink & Van Dijk (2011), Pozuelo, Carmona & Martínez (2012) y Zubiaurre *et al.* (2016), mayor endeudamiento en cooperativas como Notta & Vlachvei (2007) y Amat & Perramón (2011), e incluso, diferencias no significativas entre ambos modelos de empresa (Bartlett *et al.*, 1992; Syrjä, Sjoqrén & Tuominen, 2012). Por ello, en este apartado se analizan los trabajos empíricos específicos sobre las decisiones financieras que han utilizado como base a empresas gestionadas por sus personas trabajadoras, entre las cuales están las CTA, o las sociedades cooperativas de cualquier tipología. En este segundo caso, llama la atención que todas las investigaciones se refieran a una única tipología de cooperativa, ya sean cooperativas agrícolas, de crédito, de consumidores, etc., pero no existen investigaciones cuyo objeto de estudio combine más de una tipología. Por ello, se cree

que, si bien existen singularidades que afectan a todas las categorías, las diferencias entre las tipologías son tan palpables que mezclar unas con otras puede llegar a distorsionar los resultados y conclusiones de los estudios.

Existen estudios acerca de cooperativas de crédito como los trabajos de Palomo & Sanchís (2010), Becchetti, Ciciretti & Paolantonio (2016), Jones, Jussila, Kalmi (2016) o Varghese (2016). Sin embargo, las entidades financieras tienen una composición y estructura financiera singular y no comparable con el resto de tipos de cooperativa.

Así mismo, la literatura contiene investigaciones cuyo objeto de estudio son las cooperativas de consumidores como, entre otras, Seo & Choi (2016) o Syrjä *et al.* (2012).

Los estudios más numerosos son los que abarcan decisiones financieras de las cooperativas agrarias en países, al poder hallar investigaciones en Portugal (Rebelo *et al.*, 2008; Rebelo *et al.*, 2017), Italia (Russo, Weatherspoon, Peterson & Sabbatini, 2000), Reino Unido (Hind, 1999), República Checa (Steklá, Gryčová & Homolka, 2015), Francia (Viviani, 2008; Amadiou & Viviani, 2010), Grecia (Ananiadis *et al.* 2003), Canadá (Hailu, Jeffrey & Goddard (2007), Malasia (Othman *et al.*, 2012), Brasil (Toesca *et al.*, 2003, Rodrigues *et al.*, 2018), Estados Unidos (Chaddad, 2001; Chaddad, Cook & Heckeleei, 2005; Li, Jacobs & Artz, 2015; Russell *et al.*, 2017; Cheng & Katchova, 2018; Royer & Mckee, 2020; Prasad *et al.*, 2020; Grashuis, 2020; Yen *et al.*, 2020), Unión Europea (Ebneith & Theuvsen, 2005; Kalogeras *et al.*, 2011; Soboh *et al.*, 2012) y también en España (Sabaté, 1999; Medina, Correa & González, 2000; Moyano & Hidalgo, 2001; Gómez-Limón *et al.*, 2003; Minguez *et al.*, 2010; Lájara & Mateos, 2012; Campos & Carreras, 2012; Mateos & Lájara, 2014; Martínez *et al.*, 2015; Mateos & Guzmán, 2018). No obstante, como indican Cabaleiro *et al.* (2019), existen múltiples diferencias entre las cooperativas agrarias y las de trabajo asociado, clase de cooperativa objeto de estudio de esta tesis, que condicionan la dinámica financiera de las mismas. Fundamentalmente, en las cooperativas agrícolas la participación se limita a una actividad comercial conjunta y al contar con un gran número de personas socias, el capital se caracteriza por su movilidad. Por tanto, es habitual que distribuyan los márgenes positivos derivados de su actividad cooperativizada vía precios, actuando más como proveedores que como personas propietarias (Vargas & García, 2003). Por tanto, muchas investigaciones citadas anteriormente se encaminan a estudiar el desempeño económico y/o financiero considerando esta perspectiva, la cual difiere de las investigaciones que comprenden a otros tipos de cooperativas como las CTA, lo que ocasiona que muchas de ellas no resulten relevantes para esta tesis.

En este sentido, por la similitud del objetivo de estas investigaciones con esta investigación, caben destacar varios de estos estudios, aunque el objeto de análisis sean las cooperativas agrarias. Viviani (2008) desarrolla varios modelos al objeto de probar qué teoría financiera explica mejor el comportamiento financiero de las empresas vitivinícolas francesas. La investigación exhibe diferencias significativas en el nivel de endeudamiento entre las cooperativas y otras formas jurídicas, al que denomina como efecto de estructura legal. Además, sus resultados insinúan que la teoría del *pecking order* tiene mayor poder explicativo, al constatar un efecto negativo de la rentabilidad, la liquidez, la rotación de activos, la antigüedad y los escudos fiscales alternativos a la deuda, mientras que las oportunidades de crecimiento y la tangibilidad presenta un signo positivo.

Lájara & Mateos (2012) empleando la información económico-financiera de cooperativas agrarias españolas corroboran las predicciones de las teorías financieras más relevantes al verificar que el endeudamiento y la capitalización son las fuentes de financiación predominantes, así como una relación significativa de ciertas variables respecto al endeudamiento de la cooperativa, considerando además su estructura de vencimiento (largo y corto plazo).

También en relación con cooperativas agrarias españolas Mateos & Guzmán (2018) desarrollan un trabajo que analiza los determinantes de las decisiones de financiación y sus implicaciones en la gestión. Sus resultados muestran un comportamiento más cercano a la teoría del *pecking order*, al indicar que estas entidades sólo recurren al endeudamiento externo si no cuentan con los medios internos suficientes, lo que revela un comportamiento muy conservador. Relacionan el endeudamiento con diferentes estructuras de vencimiento y los factores determinantes identificados habitualmente como significativos para las empresas capitalistas, además de analizar de forma separada la deuda negociada, para el que obtienen resultados diferentes.

Minguez, Martín & Arcas (2010) presentan otro enfoque, al examinar la relación persona socia-sociedad cooperativa desde el punto de vista de la teoría de la agencia, a través de 277 encuestas realizadas a personas socias de cooperativas agrarias de la región de Murcia. Concluyen que en estas cooperativas hay problemas derivados de relaciones de agencia y analizan su influencia en la financiación de la entidad.

Por último, los estudios financieros sobre empresas donde las personas trabajadoras también sean propietarias no son tan numerosos como las realizadas en las cooperativas agrarias, si bien son más interesantes desde la óptica de la presente investigación y que se exponen a continuación.

Melgarejo, Simon & Arcelus (2010) se proponen identificar las diferencias del desempeño financiero entre las empresas gestionadas por las personas trabajadoras y las empresas capitalistas. Para ello se basan en un conjunto de datos que comprenden el periodo entre 1994 y 2003 de empresas que operan en sectores industriales y de servicios de Nafarroa. Sus resultados determinan los indicadores de desempeño financiero más apropiados para las empresas gestionadas por sus trabajadores, en cuanto a rentabilidad, desempeño económico, estructura financiera, remuneración del trabajo y solvencia (tanto a corto plazo como a largo plazo). En lo que se refiere a las decisiones financieras de este tipo de empresas, los hallazgos obtenidos son coincidentes con las predicciones de la teoría del *pecking order*.

Kebede (2011), por su parte, estudia los determinantes de la estructura de capital de las cooperativas manufactureras etíopes, considerando un modelo que incluye factores como tamaño, tangibilidad, rentabilidad, riesgo, crecimiento y edad, para probar qué teorías de estructura de capital explican mejor su comportamiento financiero. Este autor llega a unos resultados que sugieren que las teorías dominantes de la estructura de capital desarrolladas en el marco de las grandes corporaciones parecen ser válidas para explicar el nivel de apalancamiento de estas cooperativas etíopes.

Fusco & Migliaccio (2018) realiza un estudio con datos de 1.446 cooperativas al objeto de analizar la estructura financiera de las cooperativas italianas antes, durante y después de la crisis del 2008. Para ello, emplean ratios como la de apalancamiento financiero y la de la prueba de liquidez ácida, verificando la existencia de diferencias entre localizaciones geográficas o sectores. Sus hallazgos concluyen que la estructura financiera de las cooperativas no se ve alterada de forma relevante por la crisis, en virtud de la mayor resiliencia que se le presupone al modelo cooperativo.

Hernández *et al.* (2016), empleando una muestra de 5.199 cooperativas españolas analizan la influencia de múltiples variables clásicas en la rentabilidad y el nivel de endeudamiento, además de la diversidad de género de las personas consejeras. Los resultados muestran, además de relaciones significativas de las variables comprendidas en las teorías financieras más relevantes, que aquellas cooperativas con un mayor porcentaje de mujeres en sus consejos rectores, son más rentables y presentan un menor nivel de endeudamiento.

Navarra (2011) analiza los factores que determinan una mayor proporción de retención de beneficios de forma que constituyan patrimonio común de la sociedad en cooperativas de trabajadores italianas. Este estudio evidencia una relación positiva entre un horizonte temporal más largo con una mayor preocupación hacia la retención del excedente y en mayor medida que las personas trabajadoras aumentan su participación en la toma de decisiones. En este sentido, tanto Fakhfakh *et al.* (2012) en Francia como Tortia (2018) en Italia detectan una dotación superior al mínimo legal exigido a los fondos de reserva indivisibles, por lo que concluyen que la acumulación de reservas no es sólo el resultado de una imposición legal, sino que tiene unas funciones económicas claras e identificadas que responden a la necesidad de fortalecer el patrimonio de la organización y su estabilidad financiera.

5.2.3. Estudios sobre las cooperativas de MONDRAGON

MONDRAGON, al ser uno de los grupos cooperativos más grandes del mundo, ha sido objeto de estudio de diversas investigaciones. En este sentido, la literatura recoge y profundiza trabajos relativos a los aspectos analizados en apartados anteriores incorporando y desarrollando sus singularidades que, si bien no suponen aspectos centrales relacionados con los de esta investigación, pueden resultar de interés para explicar el contexto, las preferencias y las motivaciones de la toma de decisiones financieras de estas sociedades.

Algunos trabajos como el de Albizu & Basterretxea (1998) o el de Agirre (2001) han analizado la interpretación de los principios cooperativos y la articulación de las relaciones sociales en las cooperativas y en el conjunto del grupo, insistiendo en el necesario equilibrio entre los intereses individuales de los asociados y el beneficio conjunto del grupo. Destacan los mecanismos que han establecido para la creación, gestión y desarrollo de las cooperativas y su financiación, desde Caja Laboral Popular (hoy Laboral Kutxa) hasta la intercooperación financiera. Por ello, MONDRAGON ha sido considerado una experiencia cooperativa de éxito capaz de adaptarse a los continuos cambios de los mercados, conservando su carácter democrático y social (Bakaikoa, Errasti & Begiristain, 2004).

Aunque muchos autores subrayan las bajas tasas de quiebra de las cooperativas pertenecientes a MONDRAGON a pesar de los periodos adversos acontecidos en las décadas de los 60, 70 y 80 (Freundlich, Arando, Gago, Jones & Kato, 2013), el cierre y posterior liquidación de la cooperativa emblemática de la corporación, Fagor Electrodomésticos (FED), es el que ha suscitado mayor número de investigaciones. Si bien los estudios de Errasti, Bretos & Nuñez (2017) y Arando & Arenaza (2018) concluyen que los factores que han conducido a la extinción de la cooperativa eran similares a los que provocan el fracaso de las sociedades capitalistas, Basterretxea, Conforth & Heras (2022) aducen también a factores internos propios del modelo cooperativo y a su gobernanza como los causantes de la quiebra de la empresa. En este sentido, Bretos, Errasti & Marcuello (2019), ofrecen interesantes ejemplos dentro de MONDRAGON como fórmulas para eludir los problemas internos que dificultaron poder hacer frente a la declive causada por los factores externos. No obstante, Arando & Arenaza (2018) creen que este hecho no cuestiona la viabilidad del modelo cooperativo y al mismo tiempo resaltan la importancia tanto de los instrumentos de intercooperación como de la profesionalización con que el grupo cooperativo gestionó los aspectos sociales derivados de las crisis.

Tortia (2018) menciona expresamente a MONDRAGON como ejemplo exitoso de que el modelo cooperativo no tiene por qué implicar dinámicas ineficientes de inversión que conducen a la infrainversión o a la subcapitalización de la entidad. Según Moye (1993) y Freundlich *et al.* (2013) las cooperativas de MONDRAGON han sido capaces de invertir más que la media del resto de empresas vascas tanto en periodos expansivos como en crisis, por lo que la superación de problemas de horizonte temporal y subcapitalización no tiene por qué estar fuera del alcance de las cooperativas de trabajo asociado.

Así mismo, Landeta, Basterretxea & Albizu (2016) tratan de evidenciar que estas especificidades del grupo cooperativo son esenciales para comprender la resiliencia de estas empresas. Así, estos autores destacan cómo su política de formación generalista, sus herramientas de gestión para la flexibilización organizacional – entre las que citan la flexibilidad funcional, el calendario de trabajo flexible, las reubicaciones entre cooperativas, el fondo de asistencia para el (re)empleo, la jubilación anticipada y la flexibilidad salarial - y su política de intercooperación financiera – entre los que incluyen a los fondos de solidaridad y la reconversión de resultados a distinto nivel – han contribuido a dotar a las cooperativas del grupo de una ventaja competitiva para hacer frente a las crisis. En el estudio concluyen que si bien el mantenimiento del empleo es una prioridad para estas cooperativas, hay diferentes grados de compromiso claramente diferenciados: alto respecto a las personas trabajadoras socias y en menor medida, respecto de las personas trabajadoras no socias. Así mismo, comentan que los efectos positivos de su mayor flexibilidad interna, intercooperación financiera y, en general, mayor solidez financiera (por su obligación de autofinanciamiento / reinversión) se compensan con una mayor rigidez contractual y una mayor dificultad para ejecutar las necesarias decisiones radicales que podrían evitar dañar los intereses de los y las trabajadoras-propietarias.

En otro sentido, Charterina *et al.* (2017) miden y evalúan la calidad del desempeño de la gestión de las cooperativas frente a la realizada en empresas vascas del sector industrial, aflorando un claro diferencial a favor de las primeras destacando en aspectos como liderazgo compartido, comunicación interna y auditoría social, tecnificación de la gestión

estratégica, y orientación al cliente y al mercado. Además, afirman que la pertenencia a MONDRAGON ejerce una influencia positiva en los indicadores analizados y estiman que esta diferencia se debe a una dirección estratégica común que mejora la competitividad del grupo en su conjunto, más si cabe en las cooperativas de menor tamaño. Por tanto, afirman que la buena gestión realizada (fuerte orientación estratégica, adecuada cooperación y gestión de personas, gestión financiera supervisada, además del apoyo financiero) han resultado fundamentales también para su supervivencia y su competitividad ante los retos de los mercados, sin renunciar a su carácter cooperativo.

Sin embargo, la literatura no contiene ningún estudio que plantee una investigación similar sobre las decisiones financieras de las CTA para el conjunto de cooperativas de MONDRAGON, siendo una de las experiencias cooperativas reconocidas a nivel mundial. Por tanto, el presente estudio pretende aportar mayor conocimiento sobre este *gap* identificado en la revisión del estado del arte.

5.3. Revisión empírica de factores determinantes de la estructura financiera en empresas gestionadas por sus trabajadores y/o cooperativas

Como se menciona en el apartado previo, no son numerosas las investigaciones que tratan de descubrir relaciones entre variables de corte económico-financiero en las empresas gestionadas por sus trabajadores. Por ello, para el objeto de esta investigación, se ha creído conveniente reunir los hallazgos obtenidos en dichos trabajos, se hayan producido o no, en un contexto de aplicación de las teorías financieras más relevantes, por ser las únicas referencias existentes en el marco de las sociedades cooperativas. Sin embargo, al ser los resultados tan exigüos y no estar ampliamente refrendados, sería osado generalizar sus conclusiones, por lo que deben encuadrarse en el contexto de su propia investigación.

A continuación, se presentan los resultados identificados bajo el mismo esquema utilizado en la revisión de factores determinantes elaborado sin distinción del modelo de empresa. Primero se recoge lo que la literatura plantea respecto de la variable correspondiente, muchas veces de forma comparativa con las empresas capitalistas, y a continuación, se presentan los resultados sobre la influencia de estas variables respecto del endeudamiento.

A. ESCUDOS FISCALES Y ESCUDOS FISCALES ALTERNATIVOS A LA DEUDA

Pozuelo *et al.* (2012) al comparar cooperativas valencianas con PYME de la misma región descubren una diferencia significativa entre la presión fiscal de unas y otras empresas, en este caso, menor en las cooperativas, lo que evidencia que la protección fiscal es efectiva. Así, este trabajo puede ser una evidencia de la menor significatividad que presentan los escudos fiscales en el seno de las cooperativas. Sin embargo, no se han hallado investigaciones que detecten una relación significativa entre los escudos fiscales de las sociedades cooperativas y su nivel de endeudamiento.

En cambio, sí existen investigaciones que estudian el efecto de los escudos fiscales alternativos a la deuda, aunque los resultados alcanzados no son del todo uniformes. Lájara & Mateos (2012), Mateos & Lájara (2014), Mateos & Guzmán (2018) y Viviani (2008) observan una influencia negativa de esta variable respecto al endeudamiento, en consonancia con sus predicciones, si bien mientras el primero lo hace con el endeudamiento total, el segundo trabaja con el endeudamiento a largo plazo y el tercero con el de corto plazo, no hallando significatividad para el resto de estructuras de vencimiento. Estos resultados parecen reforzar las conclusiones de investigaciones anteriores sobre la dificultad de proporcionar evidencia empírica acerca del efecto fiscal que predice la teoría del *trade-off* (Frank y Goyal, 2009).

No obstante, los autores que identifican vínculos significativos aluden a la firme protección fiscal de este tipo de empresa para explicar que quizás las cooperativas no tengan en cuenta el efecto fiscal en sus decisiones de financiación y que, en caso de querer minorarlo, utilizan otras fuentes como la amortización, la creación de empleo, las inversiones o las actividades de I+D+i. Por tanto, podría ser que las sociedades cooperativas con grandes ingresos gravables no contemplen la deuda como escudo fiscal por la protección fiscal especial que le otorga su régimen fiscal diferenciado y que aquellas con grandes escudos fiscales distintos de la deuda, podrían tener un incentivo para endeudarse menos, tal y como sugieren De Angelo & Masulis (1980).

B. RENTABILIDAD

Ananiadis *et al.* (2003), Notta & Vlachvei (2007), Soboh *et al.* (2011,2012), Syjä *et al.* (2012), Pozuelo *et al.* (2012) y Martínez *et al.* (2015) observan diferencias significativas cuando comparan cooperativas con empresas no cooperativas en cuanto a la variable rentabilidad, apreciando índices más altos en las capitalistas. Así mismo, aun siendo menos rentables las cooperativas también presentan un endeudamiento menor, por lo que estos autores apoyan que las cooperativas tienden a adoptar una estructura financiera más conservadora (menor financiación ajena).

Así, muchas de las personas investigadoras que han empleado la rentabilidad como variable explicativa del endeudamiento de las sociedades cooperativas hallan una relación negativa y significativa entre sus resultados, como en Viviani (2008), Kebede (2011), Martínez, Maté & Arcas (2015), Hernández *et al.* (2016) y Seo & Choi (2016). Esta relación es acorde a la predicción que realiza la teoría del *pecking order*, en el sentido de que las cooperativas más rentables suelen emplear menos deuda debido a la mayor autofinanciación y a la menor dependencia de la financiación externa, en términos similares a lo que señalan Myers (1984) y Myers & Majluf (1984).

Por otro lado, tanto Lájara & Mateos (2012) como Mateos & Guzman (2018), y para un contexto de cooperativas agrícolas, emplean variables relacionadas con el logro empresarial o el desempeño como una fórmula más adecuada para medir este factor, debido a que este tipo de cooperativas tiende a seguir estrategias de excedente nulo (Cabaleiro & Iglesias, 2016), al repartir los márgenes generados vía precios entre sus personas socias. Mateos & Guzman (2018) hallan una relación negativa y significativa cuando miden el desempeño con la rotación de activos respecto del endeudamiento total,

por lo que estima que las cooperativas con mejor desempeño económico (mayor rotación del activo) tienen un menor endeudamiento. Sin embargo, el signo obtenido respecto del endeudamiento a largo plazo es significativo pero positivo (también Lájara & Mateos, 2012; aunque sólo con el endeudamiento a corto). Así, constatan que las cooperativas con un mejor desempeño económico presentan un menor nivel de endeudamiento a largo plazo, resultados similares a los que otros autores observan para la rentabilidad de los activos.

C. OPORTUNIDADES DE CRECIMIENTO

En comparación con las empresas convencionales, Fakhfakh *et al.* (2012) no perciben un comportamiento distinto de las empresas gestionadas por sus trabajadores respecto al crecimiento considerando las oportunidades de inversión. Sin embargo, Amat & Perramon (2011) elaboran un patrón de cooperativas de alto crecimiento y descubren que estas tienen un nivel de deuda más alto que la media de cooperativas de trabajadores y servicios, e incluso superior en comparación con las empresas no cooperativas consideradas igualmente de alto crecimiento. En consecuencia, puede existir una relación positiva entre alto crecimiento y endeudamiento en un contexto de CTA. Sin embargo, la calidad de la deuda de este tipo de empresas (el peso de la deuda a corto plazo respecto a la deuda total) es similar que la observada en las sociedades capitalistas que crecen más de la media. La misma investigación también asegura que en las cooperativas de alto crecimiento las deudas crecen menos que los activos, indicativo de una gestión financiera prudente. Así, advierten de determinadas debilidades en su volumen de deuda y en el resultado neto que alcanzan, calificándolos como insuficientes para autofinanciarse como para fortalecer el patrimonio y avanzar hacia la independencia financiera de la empresa.

Por otro lado, Li, Jacobs & Artz (2015) llegan a conclusiones similares al afirmar que es en la financiación de inversiones a largo plazo donde las cooperativas pueden encontrar mayores restricciones financieras, lo que puede afectar a su crecimiento como empresa. Afirman que si bien a corto plazo, el acceso a la financiación vía deuda permite a las empresas operar de manera rentable, en última instancia las cooperativas van a requerir grandes inversiones para mantener su competitividad en el sector; inversiones que en la mayoría de los casos deben financiarse a largo plazo, aspecto en el que las cooperativas se encuentran con mayores impedimentos.

Así, y como ocurre con las empresas convencionales, la variable de oportunidades de crecimiento es también, considerando las cooperativas, la que mayor divergencia presenta. Viviani (2008) advierte una relación positiva entre el crecimiento pasado y el apalancamiento, mientras que Kebede (2011) y Seo & Choi (2016) observan una influencia negativa de este factor respecto al nivel de deuda de la cooperativa. Para McKee & Larsen (2012) en las cooperativas relativamente grandes el nivel de apalancamiento tiene una asociación negativa con las oportunidades de inversión actuales y futuras, lo que sugiere una mayor dependencia de la financiación vía fondos propios para financiar el crecimiento. En cambio, Lájara & Mateos (2012) y Mateos & Lájara (2014) obtienen unos resultados mixtos al emplear el crecimiento de las ventas, ya que muestran una relación significativa y negativa con el endeudamiento a largo plazo, pero positiva con el total de deuda a corto.

D. TAMAÑO

Antes de abordar la relevancia de esta variable, cabe mencionar los resultados de las investigaciones que rompen con los pronósticos de que las empresas gestionadas por sus trabajadores no llegan a alcanzar una dimensión similar a sus equivalentes capitalistas. En este sentido, Fakhfakh *et al.* (2012) y Pérotin (2015) demuestran que las empresas gestionadas por sus trabajadores analizadas tienen al menos el mismo tamaño, si no más, que las empresas capitalistas del mismo sector. Pérotin (2015) aduce estos resultados a que entre las empresas gestionadas por sus trabajadores hay menos microempresas, por la exigencia legal existente para la constitución de fórmulas de trabajo asociado (en la que no tiene sentido que se constituya por una única persona) y, además, porque crecen más rápido y/o porque sobreviven más que las empresas convencionales, al demostrarse que es un modelo más resiliente, como se ha comentado anteriormente.

Los trabajos empíricos de Kebede (2011) y Hernández *et al.* (2016) encuentran una relación significativa y positiva entre el tamaño de la cooperativa y el nivel de endeudamiento. Los autores justifican esta relación debido a que las empresas de mayor tamaño ofrecen mayor confianza a los proveedores de los fondos, están más diversificadas y tienen menor probabilidad de quiebra. Por tanto, según sus resultados las cooperativas de mayor tamaño son las que exhiben un mayor nivel de endeudamiento, consistente con las predicciones de la teoría del *trade-off*. Apoyando esta relación, Prasad, Archer & Featherstone (2020) llegan a la conclusión de que las cooperativas de menor tamaño son las que menos diversificación presentan, lo cual constata un vínculo positivo y significativo entre el tamaño y, en este caso, el desempeño financiero. Sin embargo, Iturrioz & Martín (2013) analizan la relación entre el tamaño de la cooperativa y las situaciones de quiebra, sin llegar a confirmar una relación entre ambos aspectos, por lo que sugieren que la entrada en concurso de este tipo de empresas es independiente a su dimensión. Sin embargo, Masa, Iturrioz & Martín (2016) detectan una pequeña correlación negativa entre la dimensión y la solvencia de estas sociedades, y además diferente en comparación con otras formas jurídicas.

Mateos & Guzman (2018) cuando miden la variable tamaño por el número de miembros de la cooperativa sus resultados coinciden con los esperados según la teoría del *trade-off*, pero son opuestos cuando emplean el *proxy* del total activo como medida de la dimensión empresarial, en línea con la teoría del *pecking order*. Esta teoría predice que las empresas de mayor tamaño emplean menos deuda por presentar menor asimetría de información y preferir la autofinanciación (Rajan & Zingales, 1995). Seo & Choi (2016) también evidencian una relación inversa al demostrar que las cooperativas de menor dimensión son las que mayor endeudamiento tienen. Otra causa de esta relación puede ser el hallazgo de Charterina *et al.* (2017), al concluir que al incrementar el tamaño de la cooperativa aumentaba también la calidad en la gestión. Estos autores miden la calidad en la gestión a partir de ítems relacionados con el liderazgo compartido, la comunicación interna o la auditoría social, por lo que pueden ser indicativos de menores problemas de agencia entre *insiders* y hacer, por tanto, menos necesario el efecto disciplinador de la deuda cuanto mayor sea el tamaño de la cooperativa. Otros autores como Viviani (2008), Lájara & Mateos (2012) o Mateos & Lájara (2014) no encuentran relación significativa; quizás por ser el del tamaño una *proxy* que puede representar más de un efecto sobre el nivel de endeudamiento.

E. ESTRUCTURA DEL ACTIVO

Varios estudios como los de Bartlett *et al.* (1992), Pencavel *et al.* (2006) o Maietta & Sena (2008) demuestran una menor intensidad de capital en las empresas gestionadas por sus trabajadores, al presentar menor proporción de activos no corrientes por empleado. Sin embargo, Fakhfakh *et al.* (2012), si bien esperan también una menor proporción de tecnología o una menor intensidad de capital de estas sociedades por su preferencia por el empleo, sus resultados no corroboran tal predicción al comprobar que la intensidad de capital es, a menudo, la misma que en sociedades capitalistas del mismo sector.

Viviani (2008), Kebede (2011) y Seo & Choi (2016) señalan, a través del análisis de sus modelos, que existe un efecto significativo y positivo entre la tangibilidad de la estructura del activo de las cooperativas y su nivel de endeudamiento. Los activos tangibles ofrecen mayores garantías colateralizables también en cooperativas, por lo que la asimetría informativa con sus prestamistas es menor y, por tanto, es de esperar que una mayor tangibilidad en el activo suponga que el nivel de endeudamiento sea mayor.

Sin embargo, Hernández *et al.* (2016), empleando la proporción de activos no corrientes sobre el total de activo obtienen un resultado negativo, lo que indica que cuanto más activo no corriente posea una cooperativa menor endeudamiento total presentará. Mateos & Guzman (2018) utilizando la misma *proxy* para corroborar estas hipótesis hallan una relación positiva respecto al endeudamiento a largo plazo, aunque sus resultados respecto del endeudamiento total muestran una relación significativa pero negativa. En cambio, Lájara & Mateos (2012) y Mateos & Lájara (2014), utilizando una variable de proporción de activos corrientes sobre el total de activos, logra resultados opuestos a Mateos & Guzman (2018), es decir, relación positiva con la deuda a corto plazo y negativa con la de largo plazo. Según Lájara & Mateos (2012), estos resultados respaldan la existencia de un equilibrio entre el vencimiento de la deuda y la composición de los activos.

F. RIESGO

Masa *et al.* (2016) estudian la predicción de la quiebra en este tipo de sociedades y determinan que la rentabilidad y la solvencia, medida a través de la ratio de garantía y de la capacidad de devolución de la deuda (beneficio antes de impuestos / pasivo total), son las variables que mejor anticipan el fracaso empresarial. Es decir, que valores más altos en estas variables supondrán una menor probabilidad de quiebra. Existen investigación empíricas que prueban la mayor resiliencia de las cooperativas, como Perotín (2004), Arando (2008), Burdín (2014), Boone & Özcan (2014), Pimenta & Stewart (2015), Fusco & Migliaccio (2018). Por tanto, queda por comprobar si esta mayor supervivencia se traduce, en comparación, en mayores índices de endeudamiento o acceso en mejores condiciones (menor garantía o coste) que en la empresa capitalista, por suponer el acreedor que su compromiso de devolución de lo prestado es mayor.

Hernández *et al.* (2016) son los únicos en encontrar una relación significativa y positiva entre el riesgo económico y el nivel de endeudamiento, a diferencia de Viviani (2008) o Kebede (2001), los cuales incluyendo una *proxy* que mide el riesgo empresarial en el modelo, no obtienen resultados significativos. Esta relación significa que, a mayor variabilidad del excedente cooperativo, aumenta el riesgo percibido y, en consecuencia, cuanto mayor es el riesgo, mayor es el nivel de endeudamiento observado en la empresa.

G. EDAD

Viviani (2008) y Kebede (2011) revelan que existe una relación significativa y negativa entre la antigüedad de la empresa y su nivel de endeudamiento, en concordancia con la predicción de la teoría del *pecking order*. Por tanto, son las empresas más jóvenes las que mayor dependencia tienen de la financiación externa, al estar en etapas de desarrollo y no haber tenido excesivos ejercicios para dotar de mayores fondos de reserva que permitan una autofinanciación relevante de la cooperativa.

Burdin (2012) comprobó empíricamente que las cooperativas duran más años que las empresas cuyo capital se encuentra en manos de inversores y Tortia (2018) lo asocia a un mayor patrimonio indivisible, ya que éste favorece la sostenibilidad financiera de la cooperativa. En este sentido, Masa *et al.* (2016) también identifican un pequeño efecto positivo y significativo entre la antigüedad de las cooperativas sobre la solvencia de las mismas, consecuencia, según los autores, de la dotación obligatoria anual de recursos que realizan a los fondos de reserva. Por tanto, esta mayor solvencia debería permitir mayores niveles de apalancamiento, en línea con la teoría del *trade-off*. Pimenta & Stewar (2015) llegan a conclusiones similares: encuentran que las cooperativas portuguesas son, comparativamente, de mayor edad y con una fuerza laboral más numerosa que las no cooperativas. Además, constatan que las cooperativas presentan un mayor índice de supervivencia, lo que se traduce, lógicamente, en una mayor antigüedad de estas empresas. Por tanto, al concluir que las cooperativas más antiguas tienen una probabilidad de quiebra significativamente menor, ofrecerán a las personas acreedoras mayores garantías de hacer frente a las obligaciones contraídas, lo que podría sugerir una relación positiva respecto del nivel de endeudamiento, lo cual concuerda con las predicciones de la teoría del *trade-off*.

H. LIQUIDEZ

Estudios como el de Fazzini & Russo (2014) concluyen que las cooperativas tienen menor liquidez que las empresas no cooperativas, mientras que Hardesty & Salgia (2004) no encuentran evidencias que lo apoyen y sugieren que, más que la propia liquidez, son el sector y el tamaño los que pueden influir en los niveles de liquidez y causar tales diferencias entre cooperativas y no cooperativas.

Las investigaciones que incluyen la liquidez como factor hallan relaciones negativas entre éste y el nivel de apalancamiento total de las cooperativas (Viviani, 2008; Martínez *et al.*, 2015; Mateos & Guzmán, 2018). Por tanto, las cooperativas que cuentan con mayor liquidez presentan un menor endeudamiento, predicción apoyada por la teoría del *pecking order*.

Sin embargo, Mateos & Guzmán (2018) no encuentran significatividad con el endeudamiento a largo plazo, mientras que Mateos & Lájara (2014) observan una relación negativa con el endeudamiento total y con la deuda a corto plazo, además de una relación positiva significativa entre la liquidez y la deuda a largo. Por todo ello, las autoras sugieren que las cooperativas con baja liquidez acuden a la financiación externa a corto plazo, lo cual entienden que es coherente con la observación de la realidad.

Por otro lado, Masa *et al.* (2016) no encuentran una relación significativa entre la variable de estructura financiera (asociada a endeudamiento) y la liquidez en las empresas cooperativas, cuando la misma sí es significativa y positiva para las empresas que revisten otra forma jurídica. Una relación positiva se podría explicar por la mayor capacidad de responder a sus obligaciones que presenta una empresa que genera liquidez ante sus personas acreedoras, como predice la teoría del *pecking order*. En este caso, los autores lo atribuyen a que las sociedades capitalistas, habitualmente, cuentan con más facilidades de acceso al crédito en los mercados financieros.

I. SECTOR DE ACTIVIDAD

Muchas investigaciones deciden incluir el sector de actividad como variable por ser una *proxy* que ayuda a explicar parte del comportamiento de una empresa no definido por otras variables del modelo (Frank & Goyal, 2004). En este sentido, Fusco & Migliaccio (2018) observan la estructura financiera de las cooperativas y confirman que el sector de actividad al que pertenecen tiene un efecto significativo tanto en el endeudamiento a corto plazo como en el largo plazo. Viviani (2008) también obtiene resultados que apuntan a un efecto sectorial y subsectorial para explicar el endeudamiento de las cooperativas.

Pérotin (2015) recoge la creencia histórica de que las cooperativas de trabajadores sólo han sido adecuadas para ciertas industrias. Por ejemplo para aquellas con poca intensidad de activos no corrientes o bajos requisitos de capital, por tener acceso más limitado a la financiación que requiere. Por tanto, comparativamente, esto podría afectar al nivel de endeudamiento que presentan sobre otras fórmulas jurídicas. Sin embargo, Viviani (2008) al comparar cooperativas con empresas capitalistas del mismo sector no encuentra desigualdades entre unas y otras en lo relativo al endeudamiento total. No obstante, afirma que la estructura de vencimiento de sus deudas es distinta, al observar en el caso cooperativo un endeudamiento más a largo plazo y menos deuda a corto plazo que en las otras. Esto puede obedecer a que, como afirman Fakhfakh *et al.* (2012), los dos grupos de empresas son más similares de lo que se suele pensar. De hecho, Clemente, Díaz & Marcuello (2012) mencionan que los dos grupos de empresas tienen distribuciones sectoriales bastante similares en España. Por tanto, si las cooperativas de trabajadores solo fueran adecuadas para un pequeño grupo de industrias especiales, sería de esperar un patrón común sobre esta distribución sectorial de cooperativas de trabajadores en diferentes países en comparación con las empresas capitalistas, por lo que según Pérotin (2015), la ausencia del mismo sugiere que las diferencias entre los dos grupos deben ser más complejas y atender, en su caso, también a otras causas.

J. NIVEL DE ENDEUDAMIENTO PREVIO

Martínez *et al.* (2015) y Cheng & Katchova (2019), de acuerdo con las predicciones de la teoría del *trade-off* respecto a la estructura financiera previa, muestran resultados consistentes con el hecho de que las cooperativas ajustan, con base en su endeudamiento previo, su deuda a corto y a largo plazo al objeto de mantener su ratio de endeudamiento óptima. Por tanto, aquellas cooperativas que incrementen su endeudamiento lo harán como reacción a encontrarse por debajo del nivel de endeudamiento óptimo (Marsh, 1982).

Además, Cheng & Katchova (2019) determinan que en las cooperativas la velocidad de ajuste de la deuda a corto plazo es más rápida que la de la deuda a largo plazo, lo que

sugiere que los costes de transacción para ajustar los préstamos a largo plazo tienden a ser más altos que los de los préstamos a corto plazo. Sin embargo, Martínez *et al.* (2015) demuestran que tanto la ratio de endeudamiento como la de liquidez presentan menores coeficientes de ajuste en cooperativas que los observados en empresas de otra clase, lo que atribuyen a los mayores costes de reajuste en las primeras.

K. OTROS FACTORES

A continuación, se exponen los factores determinantes identificados en la revisión empírica sobre las sociedades cooperativas sin estar incluidas en la revisión general del estado del arte y que podría ser interesante incorporar en un estudio empírico cuyo objeto incluye a empresas gestionadas por trabajadores, entre las cuales se encuentran las CTA de esta investigación.

* **Cobertura del inmovilizado** (Ananiadis *et al.*, 2003). Los autores predicen que si la relación entre capital social y activos no corrientes es alta, la cooperativa puede cubrir sus necesidades de inversión a largo plazo con su propio capital, por lo que esperan una relación negativa respecto del endeudamiento. Sin embargo, el estudio relaciona ésta y otras variables financieras con la rentabilidad, obteniendo resultados positivos y significativos. Así, llega a la conclusión de que una mayor cobertura del inmovilizado, mayor grado de autofinanciación y mayor relación de capital sobre ventas, influyen positivamente en la rentabilidad de la cooperativa.

* **Número de personas socias** (Hernández *et al.*, 2020; Hernández Salazar, 2020). Estas investigaciones consideran el número de personas socias como determinantes de los recursos internos de la cooperativa, debido a que si dicho número se incrementa la entidad obtendrá mayor capital social provenientes de aportaciones obligatorias y, en consecuencia, necesitará menos deuda. Sin embargo, Cabaleiro *et al.* (2019) comentan que el aumento del número de personas socias sólo puede tener como objetivo elevar el nivel de activos totales (corrientes, no corrientes o ambos) o un incremento en las ventas de la cooperativa, por lo que esta variable debería estar directamente relacionada con el factor tamaño (*proxy* similar).

* **Nivel de capitalización** (Lájara & Mateos, 2012; Mateos & Lájara, 2014). Según estas autoras la ratio de capitalización ($\text{capital} + \text{reservas} / \text{total activo}$) es inversamente proporcional a la variable que representa el apalancamiento, tanto para el endeudamiento total como para la deuda e, incluso, considerando su estructura de vencimiento. Por tanto, cuanto mayor sea el nivel de capitalización de la cooperativa menor será la financiación externa de la sociedad; resultado consistente con la hipótesis de la teoría del *pecking order*. Fusco & Migliaccio (2018) también analizan el nivel de capitalización de las cooperativas italianas, destacando su subcapitalización frente a un alto nivel de endeudamiento. Además, observan que, en la última crisis financiera, si bien se redujo el nivel de endeudamiento de las cooperativas, se mejoró su nivel de capitalización, proporcionando una evidencia de la naturaleza anticíclica del modelo cooperativo.

* **Autofinanciación** (Mateos & Guzman, 2018). Esta investigación emplea otra variable calculada con la suma de las dotaciones a los fondos de reserva y la dotación de la amortización, dividido por el activo total de la cooperativa, al que denominan como

autofinanciación. La variable presenta relaciones negativas y significativas tanto con el endeudamiento total como con el endeudamiento a largo plazo, por lo que los resultados serían coherentes con las predicciones de la teoría del *pecking order*. Así, tal y como justifica esta teoría, las cooperativas con mayores dotaciones de autofinanciación acuden en menor medida a fuentes externas de financiación y, por tanto, sólo emplean deuda si los recursos generados internamente son insuficientes.

* **Diversidad de género** (Hernández *et al.*, 2016). Esta variable resulta ser significativa respecto a la rentabilidad y el endeudamiento en esta investigación. Por tanto, concluyen que la presencia de mujeres en el consejo rector de las cooperativas redundaría en una mayor rentabilidad y un menor endeudamiento. Los autores lo achacan a la mayor aversión al riesgo de la mujer cuya gestión genera decisiones menos arriesgadas.

* **Heterogeneidad de los asociados** (Hernández *et al.*, 2020; Hernández Salazar, 2020). Considerando las características socioeconómicas de las personas socias (estrato social, género, nivel de escolarización, nivel de ingresos, ocupación, etc.) y medidas de compromiso con la sociedad cooperativa (si es empleada en el mismo y si asistió a la última asamblea) construye una variable que resulta significativa. Los resultados muestran que existe una relación positiva y significativa entre la heterogeneidad de las personas socias y la estructura de capital a corto y largo plazo de las cooperativas. Así, aquellas cooperativas donde la heterogeneidad de los asociados es mayor, existe un nivel de deuda más alto que en aquellas donde la heterogeneidad es menor. Las autoras justifican estos resultados por considerar la deuda como mecanismo de protección del capital individual y diversificador del riesgo, además de por su capacidad de mitigar los conflictos de intereses, al alinear los objetivos individuales de los grupos heterogéneos y como fórmula de control de la dirección, lo que obliga a la empresa a tomar mejores decisiones.

* **Pertenencia a un Grupo** (Joshi & Smith, (2008). Estos autores, aplicando la teoría de juegos, estudian la creación de federaciones o ligas como la Lega italiana o MONDRAGON como fenómeno singular e infrecuente. Así, se asocia la pertenencia a un grupo empresarial como algo positivo, al poder acceder a medios relevantes como los de financiación. Por ello, podrían observarse diferencias entre sociedades cooperativas coaligadas con las que no lo están.

* **Desarrollo de mercado** (Viviani, 2008). Este trabajo considera que el mayor o menor grado de desarrollo del mercado (mercado local o regional, mercado nacional y mercado internacional) supone una variable determinante del nivel de endeudamiento de la cooperativa. Además, el autor lo asocia con el capital reputacional, suponiendo que un mayor desarrollo del mercado internacional otorga mayor reputación y, por tanto, mayores facilidades de obtener financiación externa.

* **Factor trabajo** (Zubiaurre *et al.*, 2016): los autores emplean un conjunto de ratios relacionadas con la productividad del factor trabajo justificando que el objeto de estudio son las cooperativas industriales de trabajo asociado, en las que la mayoría del factor trabajo comparte la condición de aportante de capital. Concluyen que las CTA presentan mayor capacidad de generar valor por cada euro invertido en personal que las empresas no cooperativas, al igual que el resultado de explotación generado por cada empleado, donde las cooperativas obtienen resultados sensiblemente superiores.

6. Las teorías financieras en el marco de las cooperativas pertenecientes a MONDRAGON

A partir del análisis relativo a la aplicación de las teorías financieras más relevantes a las cooperativas de trabajo asociado, se llega a conclusiones interesantes para abordar este apartado. Muchas investigaciones consideran como objeto de estudio específico a las sociedades cooperativas y tratan de constatar mediante estudios empíricos los postulados teóricos asociados a las mismas. Estas investigaciones dejan patente que las CTA son un fenómeno empresarial diferenciado respecto a las empresas capitalistas, si bien también se manifiesta que en algunos aspectos son más parecidas de lo que se suele pensar (Fakhfakh *et al.*, 2012). Por ello, tal y como comenta Dow (2018), hay que seguir investigando y contrastando empíricamente modelos que permitan, entre otros objetivos, identificar las imperfecciones relevantes de su mercado financiero, así como la asimetría cualitativa entre el factor trabajo y capital.

Según se desprende de la revisión del estado del arte, las empresas gestionadas por sus trabajadores como las cooperativas de trabajo asociado adolecen de varios problemas o singularidades que pueden condicionar su estructura y comportamiento financiero: el acceso más difícil a la financiación externa, como sugieren Aranzadi (1976), Larrañaga (1985), Vara (1985), Morales (1993), Vargas (1995) o Salaberría (1995) o a la interna, como indican Alzola & Villáñez (2016), así como problemas infrainversión, sugeridos por Myers (1977) derivados de problemas de horizonte temporal (Pejovich, 1969; Furubotn & Pejovich, 1970; Furubotn, 1971, 1976; Jensen & Meckling, 1979), de problemas de recurso común (Milgrom & Roberts, 1993), o por un mayor conservadurismo - aversión al riesgo por concentrar trabajo y ahorros en la misma sociedad (Bowles & Gintis, 1990; 1993; 1996). Sin embargo, a lo largo del capítulo se matizan múltiples especificidades que, como poco, hacen dudar de que en las cooperativas de MONDRAGON se produzcan esta serie de dificultades o problemáticas (Bakaikoa *et al.*, 2004; Ellerman, 2013; Freundlich *et al.*, 2013; Landeta *et al.*, 2016; Tortia, 2018; Galor & Sofer, 2019, entre otros).

Por el contrario, si bien a este tipo de sociedades se les reconoce varias ventajas en comparación a las sociedades capitalistas como un marco mejor para evitar problemas de agencia (entre otros, Bonin, Jones & Putterman, 1993; Ben-Ner & Jones, 1995; Dow, 2003; Addison, 2005; Fakhfakh *et al.*, 2012) o una mayor resiliencia (Perotín, 2004; Arando, 2008; Burdín, 2014; Boone & Özcan, 2014; Pimenta & Stewart, 2015; Fusco & Migliaccio, 2018; entre otros), ninguna de ellas afecta a la forma sustancial en que se financia la sociedad. Incluso en el caso de MONDRAGON, la pertenencia a un grupo cooperativo es una ventaja relevante en comparación con aquellas que no pertenecen (Joshi & Smith, 2008).

En lo relativo a las decisiones financieras, existe una variedad importante de investigaciones que tratan de esclarecer los determinantes de su estructura financiera en el marco de las teorías financieras consideradas en este capítulo, aludiendo a su carácter empresarial a la par que consideran sus especificidades. Si bien existen muchos estudios basados en cooperativas agrarias y financieras, y en menor medida en cooperativas de

consumidores, todavía es escasa la elaborada en el marco de las cooperativas de trabajo asociado.

Mateos & Guzman (2018) reconocen que las decisiones de financiación dependen, además de las características de la empresa, de factores específicos del contexto en los que se adoptan. Algunos autores ya han demostrado que, en términos microeconómicos, las repercusiones en el empleo de diferentes tipos de financiación pueden variar según el entorno económico (Levy & Hennessy, 2007) o por el tipo de empresa (Wald, 1999). Por ello, estudios como el de Cotei, Farhat & Aburgi (2011) analizan la relevancia del sistema legal y financiero en el que operan las empresas distinguiendo países anglosajones de los basados en derecho civil, llegando a la conclusión de que estos últimos tienen un mayor grado de asimetría informativa, utilizan más deuda a corto plazo en su estructura de capital, un mayor coste de capital y dependen en mayor medida de la financiación interna para financiar sus inversiones. Así, el análisis de los estudios empíricos realizado muestra la importancia del sistema financiero nacional en las decisiones de financiación de las cooperativas, ya que como observan Fusco & Migliaccio (2018) la mayoría de investigaciones se enfocan en países específicos o áreas geográficas homogéneas por la influencia que tiene la disciplina nacional en el sistema crediticio, el cual puede proporcionar ciertas facilidades a las sociedades cooperativas. Tortia (2018), comenta, además, que el marco legal que posibilita la apropiabilidad de los excedentes reinvertidos es diferente según el modelo de sistema legal, condicionando la posibilidad de recuperar dichos fondos.

McKee & Larsen (2012) y Li *et al.* (2015) desvelan que el desconocimiento del modelo cooperativo por parte de los agentes del sistema financiero puede ser un impedimento importante a la hora de obtener financiación a largo plazo que puede explicar, en cierta medida, las restricciones que soportan. Tanto Pérotin (2006) como Arando *et al.* (2012) muestran que se constituyen más sociedades cooperativas de trabajo asociado en sectores donde previamente existen cooperativas, por lo que quizás el mayor conocimiento de este modelo sirva para mitigar estas restricciones financieras. En este sentido, Polo (2014) a partir de determinadas entrevistas a agentes de instituciones financieras llega a la conclusión de que la relación bancaria basada en el conocimiento y en la cercanía a entidades como las cooperativas es tan importante o más que la información que transmiten sus cuentas anuales. Por todo ello, se desprende que es necesario considerar el entorno legal y geográfico para el estudio del comportamiento financiero de las sociedades cooperativas, debido a que sus marcos legales, contables y financieros puedan condicionar las motivaciones y preferencias en el empleo de las distintas fuentes de financiación.

Por otro lado, la literatura aún no ha podido configurar una teoría financiera universal (Harris & Raviv, 1991; Myers, 2001) ni extraer resultados concluyentes que apoyen o rechacen inequívocamente a ninguna de ellas (Hol & Van der Wijst, 2008). Por tanto, los estudios empíricos explican parcialmente la dinámica de la estructura financiera de las empresas a través de diferentes variables, considerando las características internas de la organización y, como ha mencionado previamente, el contexto en el que desarrollan su actividad económica. Así, considerando los resultados de las investigaciones analizadas parece que son los factores asociados a la teoría del *pecking order* los que mejor explican la dinámica de la estructura financiera de las sociedades cooperativas, si bien algunos factores también presentan concordancia con las predicciones realizadas bajo la teoría del *trade-off*. No

obstante, los resultados no son homogéneos ni suficientes para llegar a conclusiones que pueden generalizarse para el conjunto de sociedades guiadas por los principios y valores cooperativos, por lo que hay que seguir investigando. Coincidiendo con Lájara & Mateos (2012), se cree que la revisión bibliográfica realizada muestra que los resultados analizados en cada uno de los trabajos resultan difícilmente extrapolables a otras muestras de empresas de diferentes sectores o tipologías empresariales. Por este motivo, esta tesis desea contribuir a mejorar el conocimiento de los condicionantes de la estructura financiera de las sociedades cooperativas en general, y de las CTA en particular.

En relación con MONDRAGON, apenas se ha investigado sobre el comportamiento financiero que presentan las cooperativas de trabajo asociado que las integran. Según el conocimiento de los autores, ningún estudio previo ha analizado ni teórica ni empíricamente la aplicación de las principales teorías financieras a la estructura de capital de este colectivo de empresas, por lo que no hay, o se desconocen, investigaciones que ahonden en las motivaciones y preferencias en el empleo de fuentes de financiación que arrojen algo de luz sobre la dinámica financiera de las CTA pertenecientes a MONDRAGON.

Por todo lo expuesto, se concluye que antes de abordar un estudio cuantitativo relativo a la identificación de factores determinantes que traten de explicar su comportamiento financiero, se lleve a cabo una investigación que provea de contexto y recabe información de carácter más cualitativo acerca de qué fuentes y cómo las emplean las sociedades objeto de este estudio. Así, se dispondrá de un marco de aplicación a las cooperativas de trabajo asociado que trate de explicar cómo se adoptan este tipo de decisiones y matices que puedan aportar mayor conocimiento sobre qué variables y de qué manera pueden ser significativas para explicar la financiación de este tipo de sociedades.

Por tanto, es posible que al considerar la singularidad de estas CTA de MONDRAGON, se ajusten a su realidad los factores identificados como determinantes en este capítulo o se incorporen nuevas variables que permitan una mayor explicación del mismo. Así, el desarrollo de esta investigación debe girar alrededor de incrementar el conocimiento de la dinámica de la estructura financiera de las CTA del grupo cooperativo MONDRAGON, que se pasa a tratar a continuación. Por último, cabe comentar que un mayor conocimiento de estos factores y sus implicaciones pueden constituir el punto de partida para mejorar tanto las políticas internas de autofinanciación como las condiciones de acceso a la financiación externa de las empresas del grupo cooperativo.

CAPÍTULO IV
Metodología

1. Introducción

En los capítulos previos se han presentado los objetivos y motivaciones que conducen a la realización de esta investigación, el ámbito de aplicación que delimita la unidad de análisis y la revisión del estado del arte que permite entender el encaje del tema de investigación en la literatura científica. Por ello, se está en disposición de exponer el tercer elemento del modelo de investigación de Maxwell (2012), relativo a las preguntas de investigación.

Para responder al objetivo general de esta tesis doctoral, se cuenta con acceso a la base de datos económico-financieros de MONDRAGON, la cual permite, antes de abordar las preguntas concretas de investigación, realizar un análisis descriptivo de las magnitudes económico-financieras de las cooperativas de trabajo asociado (CTA) integradas en este grupo cooperativo. Así mismo, este capítulo complementa el análisis realizado en la revisión del estado del arte, al mostrar la evolución de la composición de la estructura financiera a lo largo de los últimos años.

Así, se decide comenzar el capítulo con la exposición del contexto de la investigación, la base de datos analizada, la muestra recogida y el análisis descriptivo de la misma, para dar paso, a continuación, a la concreción de las preguntas de investigación. Posteriormente, se desarrolla el apartado metodológico de la tesis, es decir, la manera con base científica a partir de la cual se trata de responder a las preguntas de investigación. Como la metodología empleada es mixta se combina una investigación cualitativa y una cuantitativa, siendo el último apartado de este capítulo el que plantea el diseño de la investigación en dos secciones diferentes, uno para cada tipo de investigación.

2. Contexto de la investigación

Como se ha comentado en la introducción, este apartado trata de ofrecer, antes de plantear las preguntas de investigación, una visión inicial de la realidad empresarial del grupo cooperativo MONDRAGON. Para ello, se expone un análisis descriptivo de la estructura del activo, del patrimonio neto y del pasivo del conjunto de las cooperativas objeto de estudio a lo largo de los periodos económicos comprendidos en la base de datos. Por lo tanto, se trata de un estudio que complementa la revisión teórica planteada anteriormente al objeto de facilitar la determinación de las preguntas de investigación.

Sin embargo, antes de abordar el análisis descriptivo de la composición de la estructura económico-financiera de estas sociedades, se describe la base de datos facilitada y la muestra de empresas seleccionada para fundamentar la investigación que se plantea en esta tesis.

2.1. Base de datos de la investigación

Para el estudio en cuestión se ha tenido acceso a la base de datos construida por los servicios centrales de MONDRAGON a partir de la información de las cuentas anuales

individuales y consolidadas que las cooperativas reportan periódicamente. Por tanto, contiene información de carácter económico-financiero de interés para la investigación, además de ciertas magnitudes apropiadas para su propia labor de estadística, análisis y seguimiento.

La base de datos contiene registros de la mayoría de cooperativas de trabajo asociado integradas en MONDRAGON, no disponiendo de datos de empresas del área financiera ni de bastantes organizaciones del área de conocimiento (la mayoría asociadas a entidades vinculadas a la educación). Así, se recaba información anonimizada correspondiente a ejercicios económicos cerrados de 118 cooperativas. De estas empresas, no todas siguen en activo, ya sea porque se ha extinguido su personalidad jurídica con motivo de la fusión con otras sociedades o porque se ha procedido a su liquidación. Así mismo, es posible que la empresa siga en activo, pero sin permanecer dentro de MONDRAGON, por lo que el dato relativo al número de empresas varía con los años. Se trata de un panel de empresas y no una muestra aleatoria anual de esta tipología de sociedad, de modo que permite el seguimiento del mismo conjunto de empresas a lo largo del tiempo y la evolución del comportamiento de los parámetros considerados.

La serie se inicia en 2002 y se extiende a lo largo de 18 ejercicios económicos sucesivos y consecutivos hasta 2019 (ambos ejercicios incluidos), aportando información de casi dos décadas de actividad empresarial, de modo que dentro del periodo analizado se contemplan épocas de crecimiento, de recesión y de recuperación en el mismo sentido en el que se definen en el capítulo I.

Previo al suministro de la información se ha completado por parte del autor una relación de cooperativas objeto de estudio con su año de fundación correspondiente, así como una reclasificación de cada organización por sectores, diferente a la clasificación que generalmente emplean dentro del grupo (clasificación divisional, explicado en el apartado 6 del capítulo II) por no responder esta únicamente a criterios de naturaleza del negocio⁸⁵. No obstante, esta clasificación por sectores de actividad sigue criterios homogéneos al que utiliza la unidad de análisis de los servicios centrales de MONDRAGON, cuyo cometido es alimentar, mantener y estudiar la base de datos utilizada en esta investigación.

Hasta donde consta al autor de la investigación, esta es la primera vez que se emplea dicha base de datos en una investigación con los fines que propone esta tesis, por lo que el estudio aquí mostrado posee una valía relevante para el conocimiento científico de las sociedades cooperativas, en general, y para las CTA, en particular. De hecho, se cree que esta base de datos es más idónea que otras como la base de datos sobre las Cuentas patrimoniales de las empresas no financieras del EUSTAT - Instituto Vasco de Estadística -, o la base de datos SABI (Sistemas de Análisis de Balances Ibéricos) promovida por una entidad privada, en la cual se pueden consultar las magnitudes de las cuentas anuales de un gran número de empresas de España y Portugal. Estas bases de datos recogen información de todo tipo de empresas, por lo que, si bien contienen algunos registros de sociedades cooperativas, no son tan completas para el estudio de las sociedades cooperativas de trabajo asociado pertenecientes a MONDRAGON.

⁸⁵ Esta acción coordinada con el departamento encargado de la recopilación y tratamiento de los datos, favorece contar con información importante para representar variables como la edad o el sector que no incluye la base de datos original, sin perder en ningún caso la anonimidad la misma, tal y como se exige desde MONDRAGON para el cumplimiento de los fines de esta investigación.

A continuación, se pasa a describir la muestra seleccionada para que forme parte del objeto de estudio de las investigaciones a realizar en esta tesis.

2.2. Muestra

Esta investigación estudia el comportamiento financiero de las cooperativas de trabajo asociado de MONDRAGON, por lo que es necesario contar con una población de tamaño suficiente de entidades que formen parte de este grupo empresarial. En 2020 el grupo cooperativo contaba con 98 sociedades⁸⁶ repartidas en sus 4 áreas de negocio (Finanzas, Industria, Distribución y Conocimiento) y, al objeto de garantizar una muestra representativa, se ha decidido mantener todos los registros de las cooperativas que estuvieran presentes en esta base de datos (aunque no contenga la totalidad de las cooperativas). Así mismo, se garantiza que la muestra recoja, para el ejercicio económico al que se refiere, dos datos indispensables que hacen suponer un normal funcionamiento de la actividad empresarial: el importe de la cifra de negocio de la cuenta de pérdidas y ganancias y la cifra de activo total del balance de situación. Por tanto, se han eliminado los registros de 4 cooperativas, los cuales presentan valores nulos o negativos en estas dos partidas.

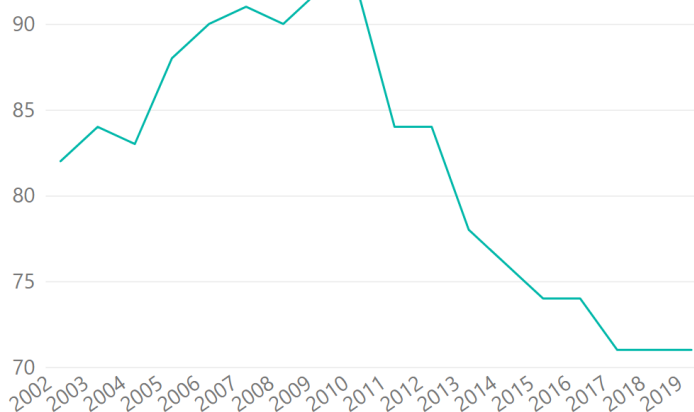
Así mismo, la investigación ha excluido los datos de las cooperativas que no sean de trabajo asociado y/o que pertenezcan al área financiera y de distribución. Esto se debe a que la inclusión de este tipo de cooperativas dificultaría la interpretación de los resultados debido a la especial naturaleza de su actividad, que las convierten en empresas muy diferentes al resto de cooperativas de la muestra. Por tanto, la muestra final se compone exclusivamente de cooperativas del área industrial y algunas del área de conocimiento cuyo objeto social tiene un propósito más empresarial (no tan relacionado con la educación como universidades o centros formativos). En consecuencia, la ausencia de cooperativas de otro tipo y la exclusión realizada favorece la observación de un patrón financiero, más homogéneo y más cercano a entidades empresariales que previamente han sido objeto de estudio en este tipo de investigaciones, como se ha visto en el capítulo III.

La muestra resultante es un panel incompleto de datos consolidados de 114 sociedades cooperativas de trabajo asociado pertenecientes a MONDRAGON para el periodo 2002-2019. Por tanto, el número de registros por empresa puede llegar a un máximo de 18 años, en el caso de que la cooperativa fuera parte de MONDRAGON en 2002 y se haya mantenido activa en todo el periodo estudiado. Se valida el empleo de un panel de empresas incompleto debido a que, como afirman López & Aybar (2000) y Vendrell (2008), trabajar con un panel incompleto de empresas no afecta a las propiedades de los estimadores y permite utilizar toda la información disponible para tal fin. El uso del panel incompleto también responde al objetivo de no introducir ningún tipo de sesgo debido a la eliminación de sociedades que se hayan liquidado en el periodo estudiado, ya que mantener únicamente a las supervivientes no supondría una representación integral de la dinámica de estas sociedades.

⁸⁶ Dato obtenido de la web corporativa de MONDRAGON <https://www.mondragon-corporation.com/somos/> relativo al ejercicio económico 2020.

Por tanto, la base de datos disponible se compone de un número fluctuante de cooperativas, que alcanza su número máximo en 2010 con 92 cooperativas y decrece abruptamente hasta 2019, donde aparecen únicamente 71 CTA. Esta variación en el número de cooperativas se debe al lanzamiento de nuevos negocios, fusiones y ceses de actividad. El mayor impacto de estas causas se produce en los años posteriores a la crisis financiera global, tal y como se muestra en el siguiente gráfico:

Gráfico 15. Evolución del número de cooperativas



Fuente: Elaboración propia

Se pueden agrupar las cooperativas de la muestra en distintos sectores de actividad. En la Tabla 31, se clasifica cada una de las cooperativas analizadas a lo largo del periodo estudiado, aunque el número de individuos es oscilante al producirse nuevas altas y bajas cada año, tal y como se muestra en el Gráfico 15. El criterio seguido es el sugerido por la unidad de análisis de los servicios centrales de MONDRAGON, que agrupa a todas las cooperativas consideradas en esta muestra en 7 sectores de actividad (distinta a la organización interna basada en divisiones), como se muestra en la siguiente tabla.

Tabla 31. Recuento de cooperativas estudiadas por sector

Sector	Recuento de Cooperativa
AUTOMOCION	8
BIENES DE CONSUMO	12
BIENES DE EQUIPO	34
COMPONENTES INDUSTRIALES	18
CONSTRUCCION	11
SECTOR AGROALIMENTARIA	6
SERVICIOS EMPRESARIALES	25
Total	114

Fuente: Elaboración propia

Así, la mayoría de CTA de la muestra tiene una actividad productiva ligada a distintas industrias, destacando entre estas la de bienes de equipo (29,82%) y la de componentes (15,79%), mientras que son menos numerosas (en comparación con el conjunto de las

industriales) las cooperativas cuyo objeto social se adscribe en el sector agroalimentario (5,56%) o al de servicios empresariales (21,93%).

Además, y dado que numerosos indicadores económico-financieros pueden verse afectados por el tamaño de la cooperativa, se ha segmentado la población estudiada en función de la dimensión, para lo que se ha utilizado la definición de PYME (pequeña y mediana empresa) propuesta por la Unión Europea⁸⁷, en función del número de personas empleadas, del volumen de negocio y del total activo del balance. En la siguiente tabla se presenta el desglose de las empresas estudiadas en toda la serie histórica, clasificados por tamaños y manteniendo la clasificación sectorial previa.

Tabla 32. Recuento de empresas por división y tamaño de cooperativa⁸⁸

Sector	I. Grande	II. Mediana	III. Pequeña	IV. Microempresa
AUTOMOCION	6	2	1	
BIENES DE CONSUMO	4	8	1	3
BIENES DE EQUIPO	11	21	17	2
COMPONENTES INDUSTRIALES	9	8	3	2
CONSTRUCCION	4	7	3	1
SECTOR AGROALIMENTARIA	1	2	4	1
SERVICIOS EMPRESARIALES	7	11	12	6
Total	42	59	41	15

Fuente: Elaboración propia

La Tabla 32 revela que la dimensión de la muestra a lo largo del periodo de estudio es eminentemente PYME, destacando aquellas de tamaño mediano (51,75%). Conviene mencionar que, para ser sociedades cooperativas, este grupo empresarial se caracteriza por contar con un número considerable de grandes empresas, un 36,84% sobre el total, teniendo en cuenta que, además, se han excluido las sociedades del área financiera y de distribución⁸⁹. Además, los datos indican que existe bastante dispersión entre tamaños y sectores, si bien se detecta que las CTA con mayor componente productivo e industrial son las que presentan un mayor tamaño (medianas y grandes), frente a los servicios y al sector agroalimentario en el que el tamaño predominante entre 2002 y 2019, o no es tan evidente, o se corresponden con las de menor dimensión.

⁸⁷ Definición de PYME según el Reglamento UE nº 651/2014 de la Comisión, por el cual se establecen las condiciones para clasificar una empresa. Para pertenecer a una categoría concreta, se debe cumplir el límite de número de empleados y no superar la cifra de volumen de negocio o la de balance general mostrados en la siguiente tabla:

Categoría de empresa	Nº de empleados	Volumen de negocio	Balance general
Mediana	< 250	≤ 50 millones de euros	≤ 43 millones de euros
Pequeña	< 50	≤ 10 millones de euros	≤ 10 millones de euros
Microempresa	< 10	≤ 2 millones de euros	≤ 2 millones de euros

⁸⁸ El tamaño, al no constituir un criterio estático a lo largo de todo el periodo de estudio, se ha optado por mantener a las cooperativas las distintas dimensiones que algunas CTA han presentado, debido a que las posibles duplicidades no perjudican el análisis aquí realizado.

⁸⁹ Según el informe Estadística de la Economía Social 2018 y Avance 2019 elaborada por EUSTAT, el 98,4% de las empresas de la economía social tienen menos de 200 empleados (en 2018 tienen forma cooperativa un 71,83% del total de empresas integradas en esta estadística).

2.3. Análisis descriptivo

Como el objetivo general de esta investigación trata de “analizar la dinámica de la estructura financiera en las cooperativas de trabajo asociado de MONDRAGON en cuanto a la configuración, factores determinantes y comportamiento financiero derivado de las preferencias y motivaciones consideradas en las decisiones de estructura financiera” (definido en el apartado 2.1. del capítulo I), se plantea este análisis descriptivo a partir del desarrollo que sufre la composición de la estructura financiera de las CTA que contiene la muestra de empresas. Por ello, y a partir de estos datos, se describe con detalle la evolución de la financiación empleada, propia o ajena, por el conjunto de cooperativas consideradas a lo largo del periodo estudiado (2002 - 2019). Además, al existir un vínculo relevante entre la estructura de inversión y su financiación, se inicia el estudio precisamente examinando las necesidades de financiación que derivan del desarrollo de sus inversiones, es decir, de la configuración de los elementos del activo.

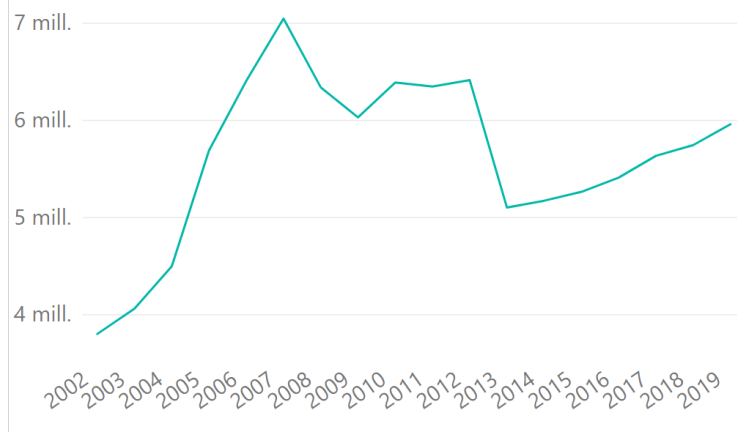
Por tanto, para interpretar este análisis se emplean valores promedio y valores acumulados de la estructura del activo, la estructura del patrimonio neto - pasivo y la distribución del excedente de las cooperativas. Así mismo, se desglosan los datos por sectores y tamaños, a fin de complementar la caracterización de la muestra y entender, en la medida de lo posible, la realidad de la estructura económico-financiera de las cooperativas pertenecientes a MONDRAGON, de manera que, posteriormente, se puedan plantear las preguntas de investigación adecuadas para responder al objetivo general de esta tesis.

Dado que la estructura financiera de la empresa debe sustentar las actividades de la misma y sus necesidades de inversión, se empieza por establecer la estructura del activo de las cooperativas estudiadas para, posteriormente, analizar el modo en que se da respuesta a esas necesidades a través de su financiación.

ESTRUCTURA DEL ACTIVO

Tal y como se aprecia en el Gráfico 16, entre el 2002 y el 2019, la cifra del total activo acumulado por el conjunto de CTA, como indicativo de la estructura de inversión, ha tenido una evolución con ciertos altibajos. En general, estas variaciones se corresponden con el número de sociedades cooperativas que en ese momento se encontraban activas (Gráfico 15), además de con la evolución macroeconómica del entorno en el que operan. Es decir, en la evolución de esta magnitud contable se puede apreciar claramente los periodos de crecimiento (2002 - 2008), crisis (2008 - 2014) y recuperación (2014 - 2019) por los que el tejido empresarial vasco ha ido pasando en las dos últimas décadas. No obstante, el descenso más pronunciado del activo total acumulado se produce entre 2012 y 2013, ejercicio que coincide con el cierre de la cooperativa considerada como buque insignia de MONDRAGON, Fagor Electrodomésticos (en adelante, también FED), y que supuso un gran seísmo para este grupo empresarial como se ha mencionado en el estado del arte (Arando & Arenaza, 2018).

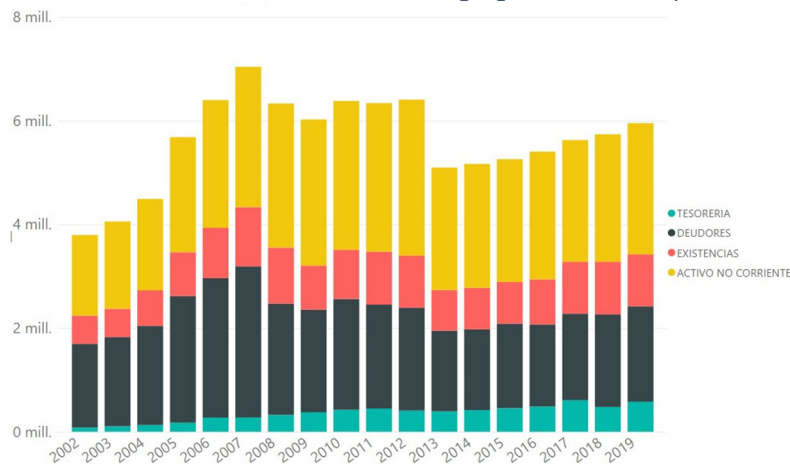
Gráfico 16. Evolución total del activo



Fuente: Elaboración propia

Como se muestra en los siguientes Gráfico 17 y Gráfico 18, es la cifra del activo no corriente la partida más destacable de la estructura de inversión de las CTA, llegando su importancia relativa hasta el 46% de la inversión total después de la crisis, mientras que, en el activo corriente, es la cifra de deudores la que presenta un mayor volumen.

Gráfico 17. Evolución de la estructura de la inversión agregada de las cooperativas



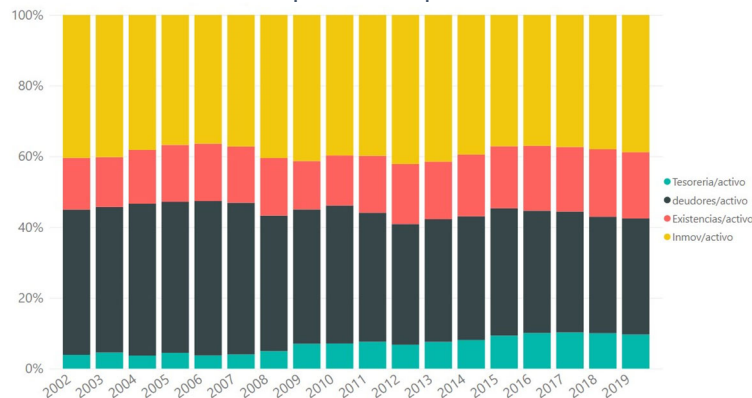
Fuente: Elaboración propia

Sin embargo, la evolución de las distintas masas patrimoniales que componen el total activo ha sido diferente a los cambios que presenta el activo total en el Gráfico 17 anterior. Si bien en la primera etapa de crecimiento era la partida de deudores la que acompañaba al crecimiento y posterior contracción del activo total, no ocurre lo mismo en la etapa de recuperación, en la que el desarrollo del total activo se explica mejor por el incremento del inmovilizado, de las existencias y del constante crecimiento de la tesorería durante todo el periodo, al que parece no haber afectado las distintas etapas macroeconómicas.

En concreto, se produce una importante reducción de los deudores, que estará motivada por la reducción de las cifras de negocio y la necesidad de contener la inversión debido a los problemas de financiación bancaria. Esta reducción de los deudores es relevante tanto en cifras relativas como absolutas, ya que en 2019 dicha inversión era un 40% inferior al momento de su máxima notoriedad (2007). Este descenso paulatino responde a un intento

por reducir las necesidades de financiación de corto plazo que se contrarresta con aumentos de tesorería y existencias.

Gráfico 18. Peso relativo de la inversión por masas patrimoniales

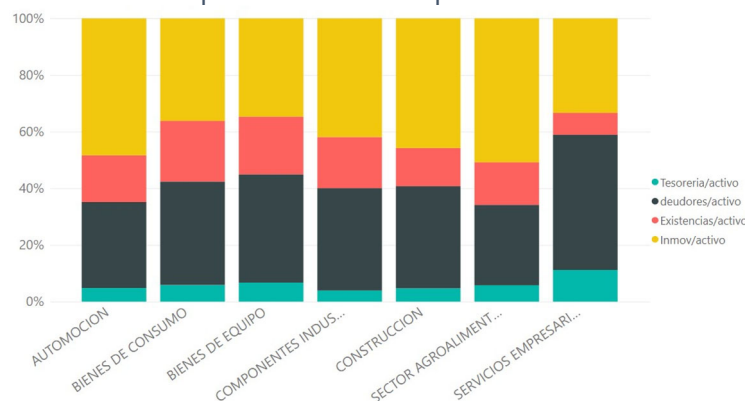


Fuente: Elaboración propia

No obstante, el efecto de la crisis es destacable en su conjunto, ya que revierte la tendencia marcada previamente en la que la inversión en activo corriente crecía en términos absolutos y relativos más que la inversión en inmovilizado. Aunque en la época de recuperación hay pequeños repuntes de inversión en activos cuya permanencia en la empresa se espera que sea menor a un ciclo económico, los últimos años del periodo analizado vuelve a haber un retroceso relativo en favor de los activos no corrientes.

Por otra parte, se puede observar que el sector de actividad condiciona la estructura de inversión, como puede verse en el Gráfico 19. La inversión en activo no corriente presenta diferencias significativas en su porcentaje de inversión media por sectores, pudiéndose encontrar desde sectores que apenas superan el 30% de inversión a largo plazo sobre el activo total hasta aquellos en los que se alcanza casi el 50%. En este sentido, el sector de los servicios empresariales está conformado por empresas que tienen una composición de la inversión diferente por tener la inversión en deudores y tesorería mayor presencia que en el resto de sectores. Por el contrario, en el resto de sectores la tesorería toma valores relativos bastante similares, entre el 4 y el 6%, mientras que las existencias suponen entre 13,5% y el 21,5% del total de inversión, porcentaje que se supone está muy condicionado por la actividad productiva del sector.

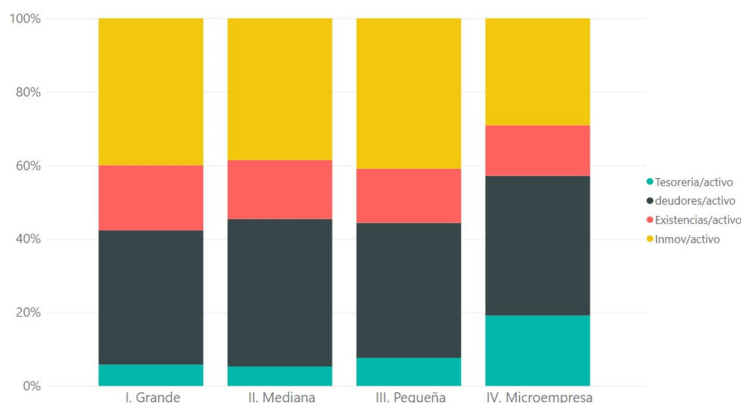
Gráfico 19. Estructura del activo por sector de la cooperativa



Fuente: Elaboración propia

Mientras la estructura de inversión de las empresas grandes, medianas y pequeñas es bastante similar, es fundamentalmente en las microempresas donde se observan mayores diferencias, que afectan principalmente al peso relativo del inmovilizado y la tesorería, véase Gráfico 20.

Gráfico 20. Estructura del activo por tamaño de la cooperativa



Fuente: Elaboración propia

De igual modo, el tamaño de la cooperativa resulta significativo para explicar la composición del activo. En el Gráfico 21 se puede observar el recuento de cooperativas por tamaño y el total de activo que acumula cada uno de los tamaños.

Gráfico 21. Comparación del número de cooperativas por tamaño y del total activo que representan



Fuente: Elaboración propia

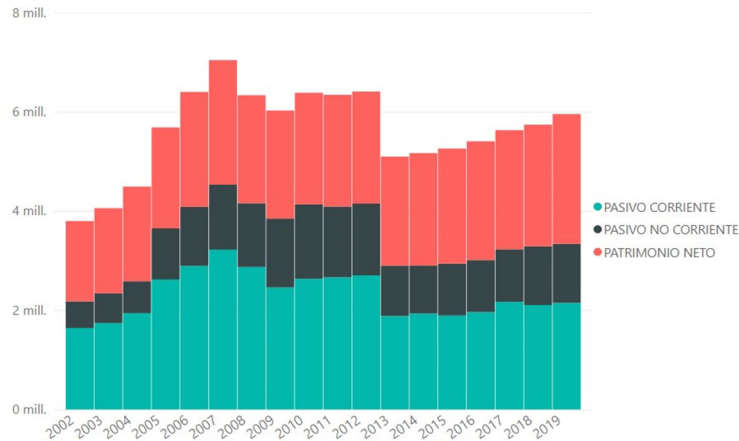
Las grandes cooperativas, a pesar de suponer el 35,53% en el recuento, acumulan un total activo que supone el 85,45% del activo acumulado. Incluso las de tamaño mediano, aun siendo las más numerosas sin ser tan pequeñas, sólo representan un 12,53% del total activo acumulado. Por tanto, estas distintas composiciones deberán tenerse en cuenta en el momento de establecer comparaciones sobre cifras acumuladas o sobre valores medios de cooperativas, ya que las conclusiones pueden variar sustancialmente.

ESTRUCTURA DE LA FINANCIACIÓN

Tomando la financiación de las cooperativas en su conjunto, se observa un cambio drástico en el volumen y el tipo de financiación utilizada, con el inicio de la crisis como punto de inflexión. En los años previos a la crisis crece la deuda corriente en proporciones superiores al aumento de patrimonio neto, lo que ocasiona una reducción del peso relativo del

patrimonio neto. Esta tendencia se invierte tras los primeros años de crisis, observándose una reducción en volumen de la deuda corriente y su sustitución por deuda a largo plazo, así como el aumento relativo del patrimonio neto.

Gráfico 22. Evolución de la estructura de la financiación agregada de las cooperativas

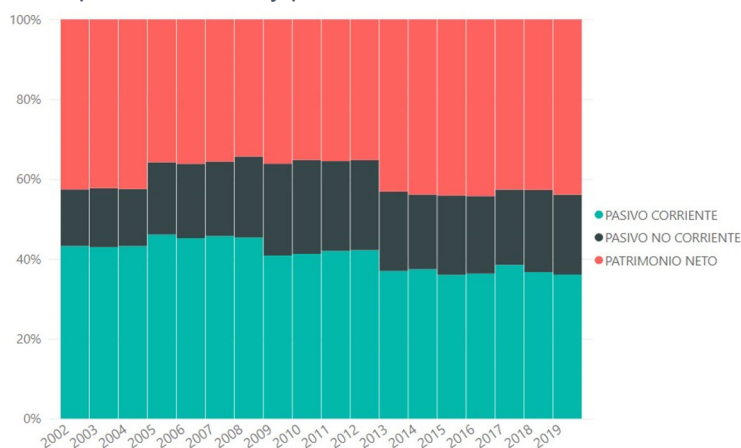


Fuente: Elaboración propia

Si bien los años previos a la crisis dieron lugar a crecimientos acentuados del volumen de financiación, tras la crisis la reducción de la inversión da lugar a reducciones de la financiación total, asociada al cierre, fusión y baja de cooperativas. El pasivo corriente es el elemento que va ajustando la financiación a las nuevas necesidades de inversión, de manera que se compensa la reducción de los deudores del activo con la disminución de los pasivos corrientes.

Como se comentaba anteriormente, el inicio de la crisis pone en cuestión la tendencia previa en la que el patrimonio iba reduciendo su importancia relativa en favor de un mayor endeudamiento. Las restricciones al endeudamiento dan lugar a que se detenga la pérdida de peso del patrimonio neto y se inicie una lenta recuperación del mismo. Paralelamente, se produce una sustitución parcial de la deuda de corto plazo por pasivos de largo plazo, que den más estabilidad a la estructura financiera de las cooperativas, véase Gráfico 23. En términos generales se aprecia una presencia creciente de la deuda a largo plazo, aun cuando el endeudamiento a corto plazo es preponderante (35-40%).

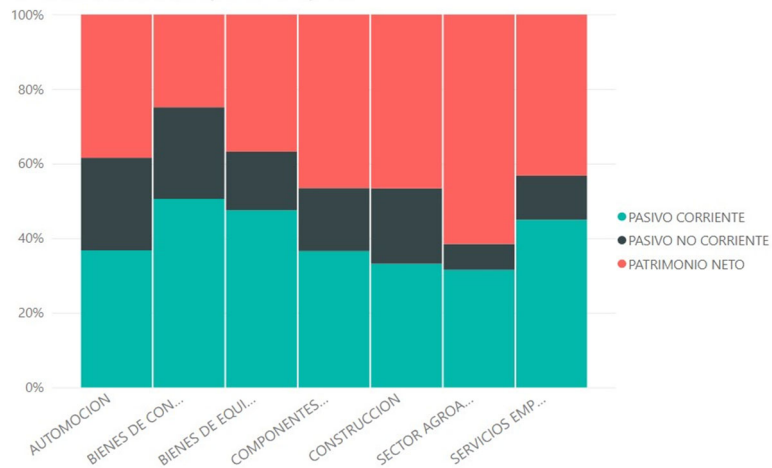
Gráfico 23. Peso relativo del patrimonio neto y pasivo



Fuente: Elaboración propia

Al igual que se apreció en la estructura de la inversión, se observa una diferenciación en la estructura de la financiación por sectores, como puede verse en el siguiente Gráfico 24. Salvo en el sector agroalimentario en el que el patrimonio neto representa un 61,53% del total, en el resto de sectores el total pasivo es mayor, predominando el pasivo corriente respecto al pasivo a largo plazo. Este último hecho puede justificarse por querer mantener las cooperativas una proporción elevada de inversión a corto plazo, lo que supone un riesgo ante cambios en la renovación de la financiación externa.

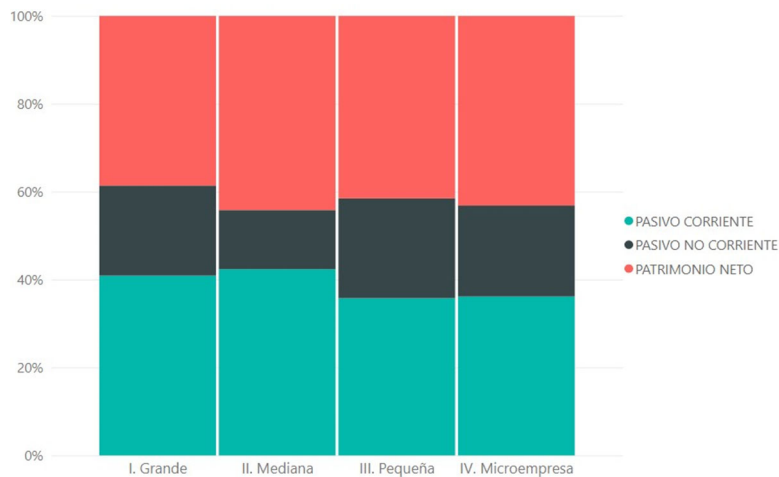
Gráfico 24. Estructura de financiación por sectores



Fuente: Elaboración propia

Tal como se observa en la estructura de la inversión, el tamaño de la cooperativa también es un factor a tener en cuenta para determinar el tipo de financiación utilizado. Así, el distinto tamaño de la cooperativa da lugar a diferencias significativas en las proporciones de las masas de financiación. En este sentido, son las cooperativas de mayor dimensión las que emplean en mayor proporción instrumentos de financiación cuyo vencimiento es menor a un año, quizás por detentar mayor poder de negociación, mientras que parece intuirse una tendencia de incrementar el peso porcentual de los fondos propios a medida que el tamaño de la CTA disminuye.

Gráfico 25. Estructura de financiación por tamaños



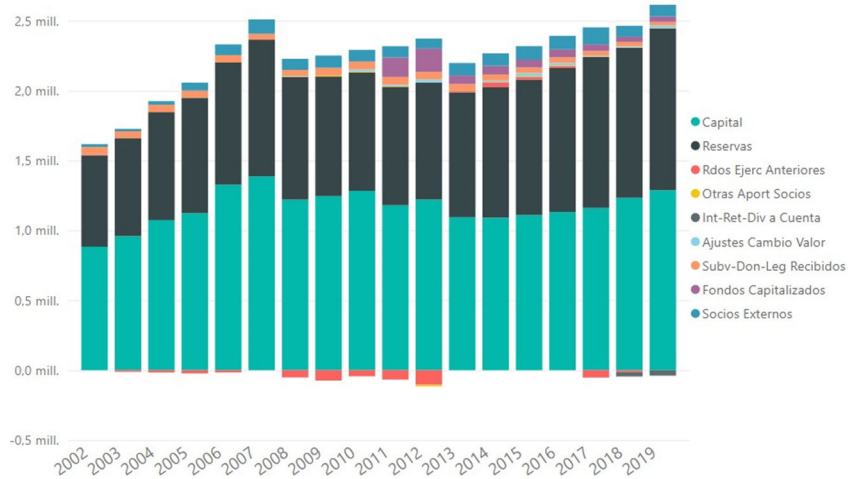
Fuente: Elaboración propia

PATRIMONIO NETO

Las cooperativas estudiadas conforman su patrimonio neto en base a dos partidas fundamentales: capital y fondos de reserva, completándose con otras cuentas que en conjunto oscilan entre el 5-10% del patrimonio neto. Como puede observarse en el Gráfico 26, dos aspectos son destacables en la evolución del patrimonio agregado:

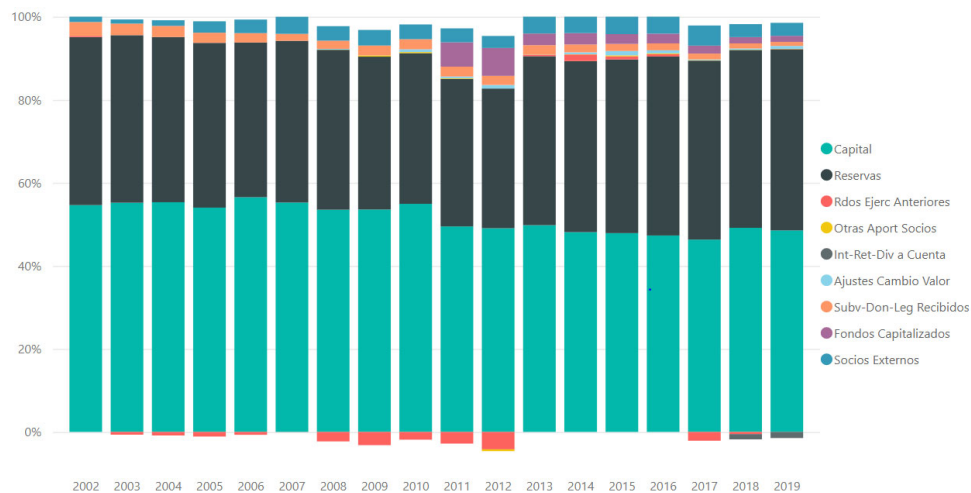
- Parón en el crecimiento del patrimonio neto como consecuencia del inicio de la crisis en 2008. Hasta 2007 se observa un crecimiento constante del patrimonio neto, fundamentado en el aumento de la cifra de capital y de los fondos de reserva, aunque estas últimas en menor medida.
- Al inicio de la crisis se observa una reducción de la cifra de capital y fondos de reserva y la aparición de pérdidas acumuladas. Esta situación se mantiene con oscilaciones hasta 2012, momento a partir del cual se observan incrementos de capital y fondos de reserva. Es de destacar la importante distorsión que en el periodo 2008 - 2012 ocasiona FED, quien introduce cuantiosas pérdidas y reducción de las cifras de capital y fondos de reserva hasta el momento de su liquidación. De hecho, excluyendo esta cooperativa, se observaría un crecimiento continuado de la cifra de capital y fondos de reserva en los años de crisis.

Gráfico 26. Evolución agregada de las partidas que componen el patrimonio neto



Fuente: Elaboración propia

Por tanto, considerando los dos elementos principales del patrimonio neto, puede observarse una mayor propensión al crecimiento de los fondos de reserva en el periodo de recuperación, con la finalidad de fortalecer los fondos propios tras lo aprendido en el periodo de crisis financiera y reponer, en su caso, los fondos de reserva minorados por compensación de pérdidas.

Gráfico 27. Importancia relativa de las partidas agregadas del patrimonio neto

Fuente: Elaboración propia

En lo referente a la importancia relativa de las partidas de patrimonio neto, la crisis ha supuesto un cambio en la tendencia de las dos partidas principales del patrimonio neto. Si al inicio de la serie el agregado de la cifra de capital fluctuaba alrededor del 55% del patrimonio neto, el periodo de crisis marca el inicio de un lento descenso del peso del capital hasta llegar al 46%.

De forma similar, los primeros años de crisis dan lugar a leves reducciones de la importancia de los fondos de reserva, llegando al 33% del patrimonio neto en 2012, debido, probablemente, a la compensación de pérdidas acumuladas durante los peores momentos de la crisis.

Sin embargo, comienzan a recuperarse a partir de entonces hasta volver a suponer hasta un 43,63% del patrimonio neto al final de la serie. A partir de 2011 la partida de fondos capitalizados complementa al capital y a los fondos de reserva, mientras que los fondos aportados por socios externos (p.e. Mondragon Inversiones) comienzan a tener una importancia relativa mayor comparado con los inicios hasta alcanzar el 4,85% en 2016, si bien los últimos años de la serie vuelve a unas proporciones más modestas.

Aunque en los importes agregados se observan tendencias que parecen consolidarse en el tiempo, se debe ser cauto en la extrapolación de resultados, ya que la dispersión de datos es elevada en función de las variables como el sector y el tamaño. Como ejemplo de la dispersión debida al sector, puede observarse en el Gráfico 28 el sector agroalimentario, que destaca por mantener una proporción baja de capital frente a una alta proporción de fondos de reserva; hecho que no ocurre en ningún otro sector. Al contrario, el sector de bienes de consumo se distingue por presentar un peso menor de estas reservas, casi la mitad que en el resto de sectores.

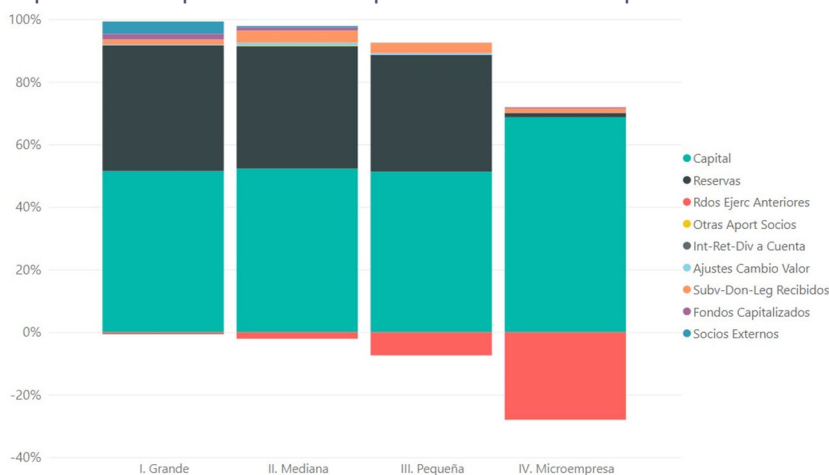
Gráfico 28. Composición del patrimonio neto por sectores



Fuente: Elaboración propia

Por otra parte, si se observa esta composición en función de la dimensión empresarial en el Gráfico 29, se puede observar como a medida que se reduce el tamaño de la cooperativa la dotación de reservas es menor y se acumulan, relativamente, más pérdidas sin compensar, siendo la microcooperativa el ejemplo más revelador del mismo. El caso de la microcooperativa puede explicarse por ser cooperativas de reciente creación que acumulan pérdidas y por ello no pueden dotar fondos de reserva, o en las que las personas socias no desean realizar la dotaciones adicionales a las mínimas obligatorias, por lo que en caso de pérdidas estas se compensan con cargo a resultados futuros.

Gráfico 29. Composición del patrimonio neto por tamaño de la cooperativa



Fuente: Elaboración propia

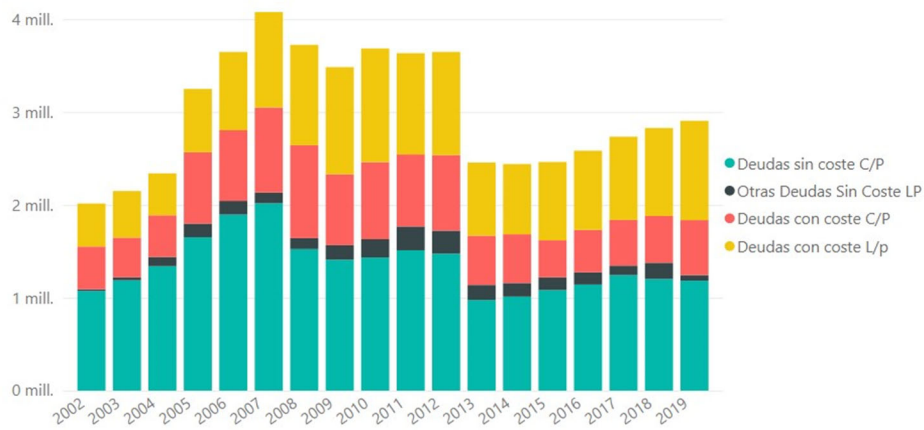
PASIVO – FINANCIACIÓN EXTERNA

En el caso de la financiación externa, el Gráfico 30 muestra un cambio y sustitución parcial de la deuda de corto plazo por la de largo plazo. Pero, en cuanto a la diferenciación de la deuda en función de si supone o no un coste para la empresa, se observa una clara preferencia por la financiación ajena sin coste a corto plazo, representada por el saldo de acreedores comerciales, siendo la deuda sin coste a largo plazo de presencia testimonial. La deuda sin coste presenta diferente comportamiento en las distintas épocas

macroeconómicas estudiadas, debido a que tiene crecimientos absolutos en periodos de crecimiento y recuperación, mientras que reduce drásticamente su saldo y lo mantiene en años de gran turbulencia en el tejido empresarial.

Por el contrario, la deuda con coste llega a niveles de más del doble entre el inicio y el final del periodo de crecimiento (concretamente un 126% entre 2002 y 2008) y a partir de ese momento, aunque la deuda con coste a largo plazo siga incrementándose, la de corto plazo inicia una reducción constante. Al igual que ocurría con el total activo, quizás son estas masas patrimoniales donde mejor se refleja la liquidación de FED, al iniciarse un nuevo periodo, coincidiendo con las últimas etapas de la época de recuperación, donde comienza un nuevo ascenso de las deudas con coste, tanto a corto como a largo plazo.

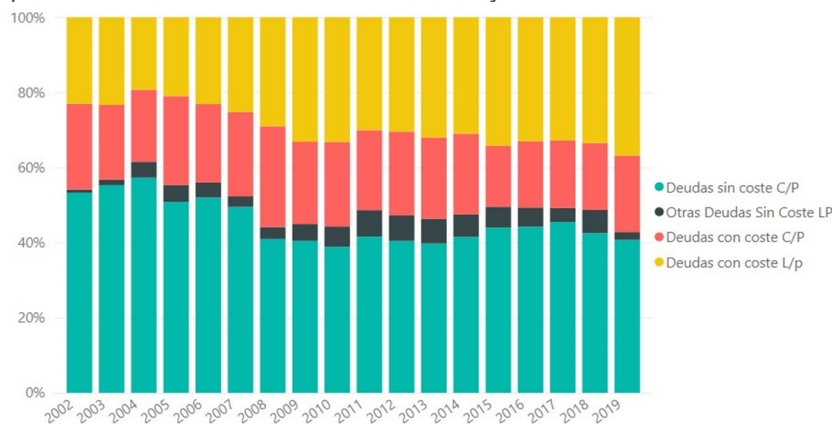
Gráfico 30. Evolución de la deuda a plazo con coste y sin coste



Fuente: Elaboración propia

Sin embargo, si se observa el siguiente Gráfico 31 el peso relativo de estos elementos patrimoniales es muy distinto. En toda la serie hay una clara tendencia en favor del endeudamiento con coste, más pronunciado en el largo plazo y sobre todo a partir del 2008. Esta preferencia puede ser consecuencia del riesgo de renovación que supuso el racionamiento de crédito, primero, y la inmensa liquidez que se introdujo desde Europa, después. Por el contrario, tal como se observa en el Gráfico 31, el endeudamiento sin coste ha oscilado en un rango entre 43-63% en el periodo estudiado, alcanzando sus valores mínimos durante los peores años de la crisis y en el último año de la serie.

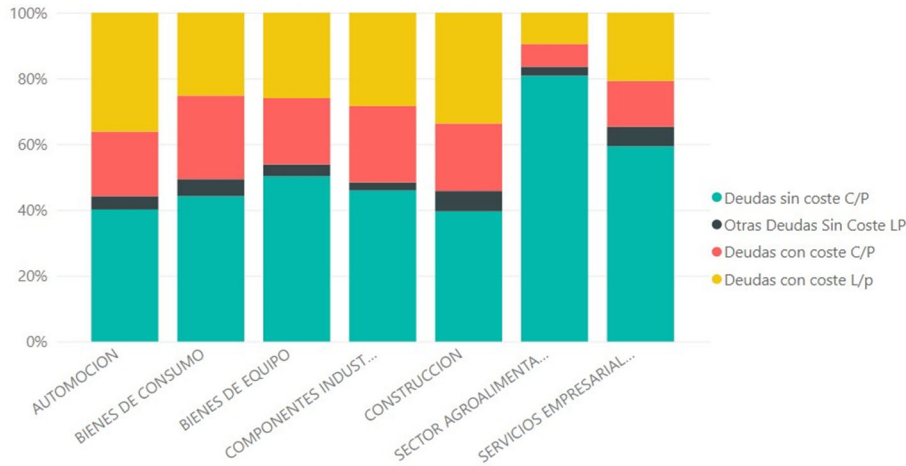
Gráfico 31. Importancia relativa de la deuda con coste y sin coste sobre el total de deuda



Fuente: Elaboración propia

Puede observarse en el Gráfico 32 que los sectores de servicios empresariales y agroalimentario destacan en el uso de la deuda sin coste, empleando, comparativamente, muy bajos volúmenes de deuda financiera. Por el contrario, en el resto de sectores se distingue que emplean más deuda con coste que sin ella (salvo bienes de equipo) y que poseen, relativamente, más deuda con coste a largo plazo que a corto (salvo bienes de consumo), destacando en este último aspecto el de automoción y el de construcción.

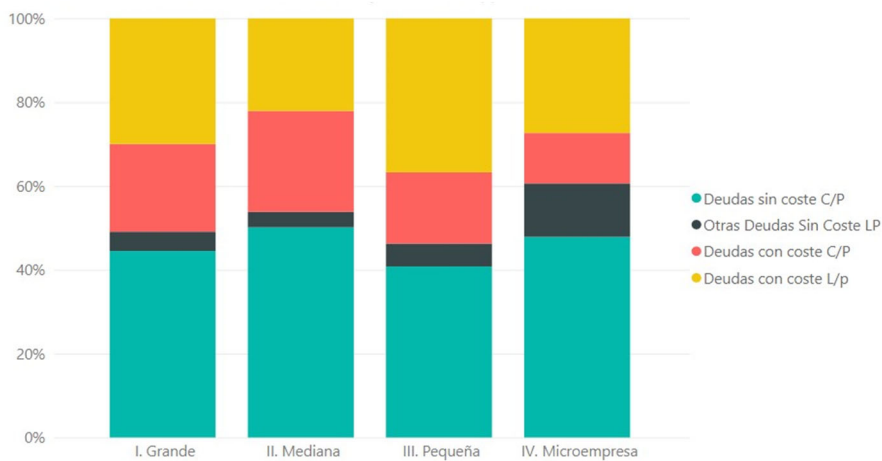
Gráfico 32. Importancia relativa de la deuda con coste y sin coste por sector



Fuente: Elaboración propia

No obstante, la representación por tamaños muestra que, relativamente, son las microempresas las que menor deuda financiera poseen, las pequeñas son las que detentan más deuda financiera a largo plazo, mientras que las medianas poseen menor proporción de deuda con coste a largo plazo y, por el contrario, mayor proporción de deuda financiera a corto, tal y como se muestra en el siguiente gráfico:

Gráfico 33. Peso relativo de la deuda con coste y sin coste por tamaño



Fuente: Elaboración propia

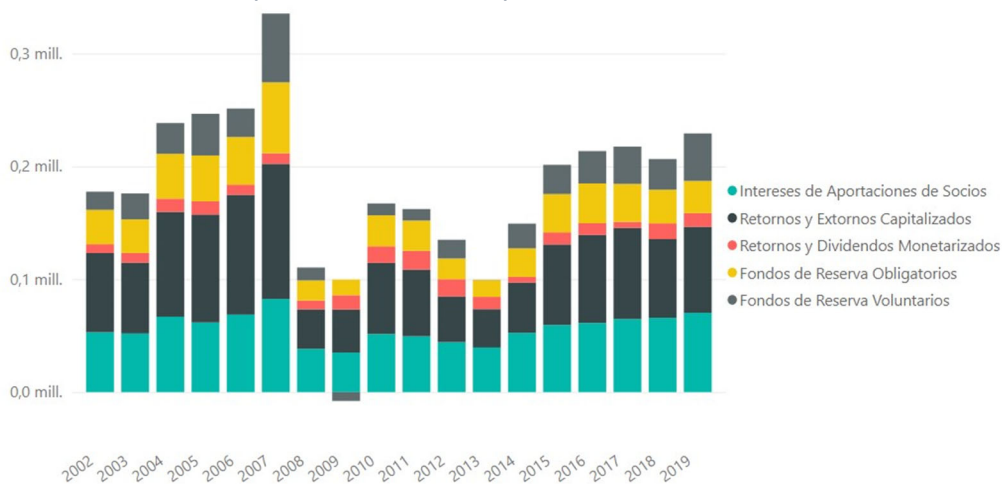
REPARTO DE EXCEDENTES

El reparto de los excedentes es un elemento importante de la política de financiación de la cooperativa, en el que se plasman las intenciones y expectativas de las personas socias. El destino de los excedentes es el reflejo de la autofinanciación de las CTA, ya que en él

se sustancia la predisposición del colectivo de socios a la reinversión y la consolidación financiera de la cooperativa. Para hacer este análisis se cuenta con los movimientos netos a nivel consolidado, produciéndose variaciones positivas y negativas en algunos de los conceptos. Estas variaciones negativas se interpretan como la más que probable compensación de resultados negativos que las cooperativas deben realizar por ley para distribuir a otros fines los excedentes netos, ya sea mediante los resultados positivos del ejercicio en cuestión o por aquellos retenidos en ejercicios pasados con este propósito.

Como se advierte en el Gráfico 34, las cifras globales de reparto del excedente muestran que en épocas de crecimiento todos los destinos tuvieron crecimientos importantes, tanto los que suponen patrimonio individual de las personas socias (capitalizado o monetarizado) como los que suponen el patrimonio común de la sociedad, realizada a través de la constitución de fondos de reserva obligatorios y voluntarios. Sin embargo, la crisis afectó dramáticamente a los resultados obtenidos y, en consecuencia, la distribución sufrió una importante corrección, incluso hasta evidenciar un efecto conjunto negativo de las reservas voluntarias en el 2009. No obstante, también llama la atención que, si bien todos los elementos sufrieron una disminución importante, parece mucho más acusado en los fondos de reserva (patrimonio común) que en los intereses y retornos devengados (patrimonio individualizado). Sin embargo, a medida que se aprecia una recuperación en resultados económicos, más clara una vez transcurrida la desaparición de FED, todos los conceptos vuelven a la senda del crecimiento continuado.

Gráfico 34. Evolución del reparto de excedentes por cuantía total

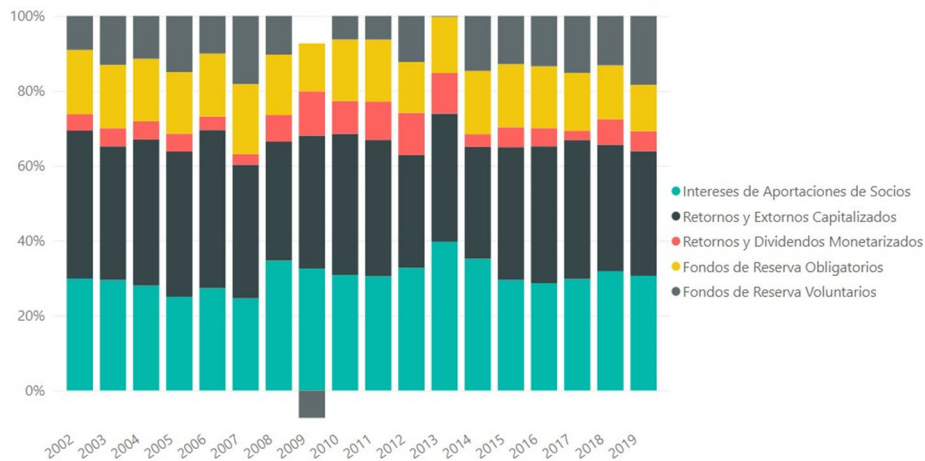


Fuente: Elaboración propia

Por otra parte, si se observa el peso relativo de todos los componentes, se percibe que, si bien hay oscilaciones, más o menos se mantiene constante durante todo el periodo las proporciones de 30% - 70% del excedente que se destina a fondos de reserva y al patrimonio individualizado, respectivamente. Además, se puede distinguir que, de la parte individualizada entre el colectivo de personas socias, prácticamente la mitad corresponde a intereses de las aportaciones, mientras que la otra mitad son retornos capitalizados que se acumulan en el capital social cooperativo. Por tanto, aunque en cifras absolutas la evolución del resultado distribuido ha tenido serios altibajos motivados por el contexto económico, los porcentajes relativos parecen indicar que independientemente de la coyuntura económica, la distribución entre el patrimonio común de la cooperativa y del individualizado no varía de forma relevante.

También es cierto que para monetarizar intereses y retornos debe cumplirse una serie de condiciones ya que, en caso contrario, permanecen capitalizados en la cooperativa, engrosando el patrimonio neto. Por tanto, es posible que una cuantía considerable del excedente neto se retenga en la sociedad, si bien no permanentemente. Son fondos individualizados en el capital social de las CTA que permanecen en ella temporalmente, debido a que terminan saliendo cuando las personas socias causen baja en la misma (salvo que la cooperativa rehúse su reembolso)⁹⁰.

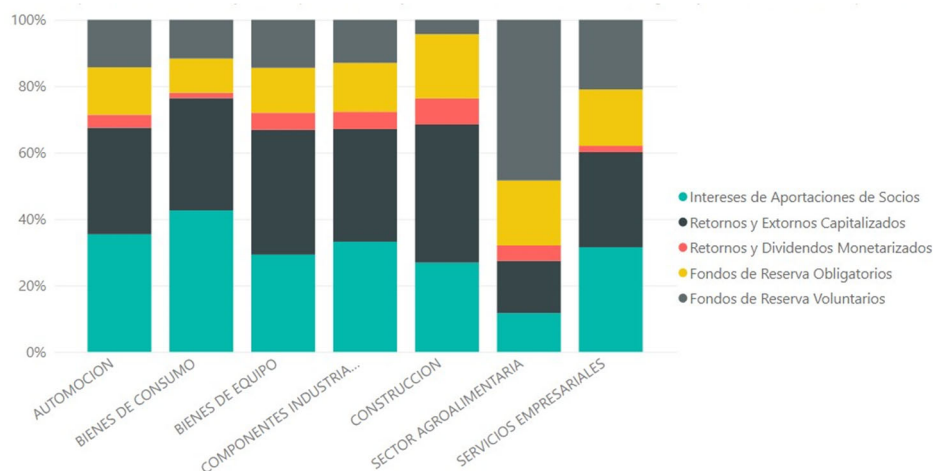
Gráfico 35. Peso relativo del reparto de excedente en porcentaje sobre total



Fuente: Elaboración propia

Desde la perspectiva sectorial, salvo en el caso del sector agroalimentario, que a partir de 2008 dedica en torno al 60% de los excedentes a la dotación de fondos de reserva voluntarios, el resto de sectores sigue el patrón general de dedicar mayor parte del excedente al reparto entre las personas socias.

Gráfico 36. Peso relativo del reparto de excedente en porcentaje sobre total por sectores

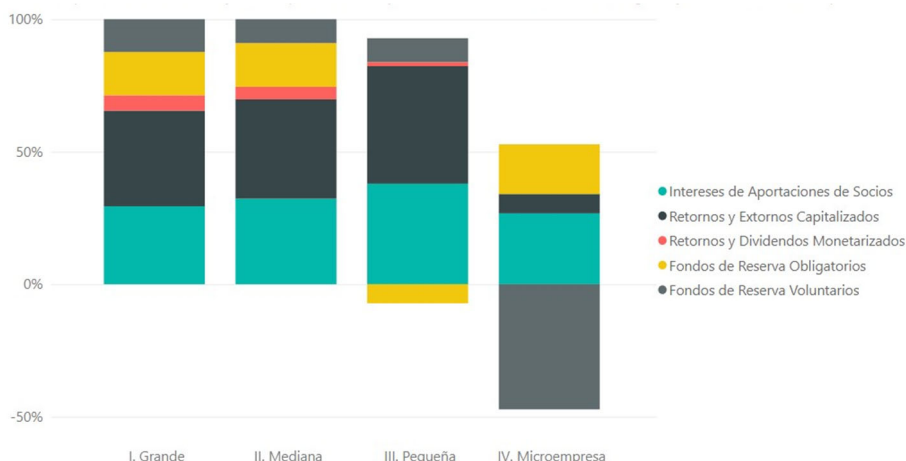


Fuente: Elaboración propia

⁹⁰ Con los datos disponibles no es posible conocer la proporción de intereses de las aportaciones que se capitaliza en la cartilla de la persona socia, aspecto contemplado en las normas congresuales de MONDRAGON. En consecuencia, la proporción de fondos que no se monetariza y no termina de salir de la cooperativa hasta que se reembolse el capital acumulado a la persona socia en el momento de abandonar la cooperativa todavía puede ser mayor que el observado en el Gráfico 3534.

Es importante indicar que los gráficos anteriores responden fundamentalmente al esquema de actuación de la gran cooperativa, ya que, como se manifiesta en el Gráfico 37, conforme se reduce el tamaño de la cooperativa se observa que la crisis afectó de forma más virulenta a cooperativas más pequeñas, provocando importantes aplicaciones de fondos de reserva para la compensación de pérdidas. No obstante, también en cooperativas de menor tamaño se observa que una vez vuelven a excedentes positivos se recupera la política inicial de reparto del excedente, destinándose más de la mitad de los beneficios a reparto de intereses y retornos.

Gráfico 37. Peso relativo del reparto de excedente sobre total por tamaño



Fuente: Elaboración propia

En resumen, la estructura de inversión, la estructura financiera y la política de distribución del excedente se ven influenciadas por el tamaño de la cooperativa, el sector de actividad, los periodos macroeconómicos de crecimiento, crisis y recuperación, así como por la liquidación de Fagor Electrodomésticos (FED). En el periodo estudiado, se aprecia una reducción de las necesidades de financiación, una sustitución de la deuda de corto plazo por la de largo plazo y un mayor protagonismo de la deuda financiera con coste frente a la contraída con acreedores comerciales. La reducción de la deuda a corto plazo puede estar relacionada con la reducción de la inversión en deudores y los problemas que tras la crisis se produjeron en el mercado financiero para la renovación de la financiación bancaria.

También se observa una recuperación de la financiación propia, de manera que el peso relativo del patrimonio neto es igual al principio y al final de la serie temporal, con un valle en los periodos centrales estudiados. Sin embargo, las proporciones de los dos conceptos más relevantes del patrimonio neto han variado en favor de los fondos de reserva, por lo que, si bien la política de autofinanciación afirma que un porcentaje alto del excedente aumenta el patrimonio individual de la persona, en conjunto también se percibe un reforzamiento del patrimonio común de las CTA de MONDRAGON.

3. Objetivos y preguntas de investigación

En los capítulos previos se ha presentado la revisión del estado del arte que permite entender el encaje del tema de investigación en la literatura científica. Así mismo, se ha analizado la evolución de la información económico-financiera de las CTA a partir de la

base de datos de MONDRAGON, describiendo las magnitudes más importantes en cuanto a su estructura de inversión y de financiación. Por tanto, a través de estos estudios se realiza un primer acercamiento al comportamiento financiero de este tipo de sociedad, dando pie al planteamiento de interrogantes que ayuden a obtener un conocimiento profundo del objeto de estudio de esta tesis. Por ello, se está a disposición de exponer el tercer elemento del modelo de investigación de Maxwell (2012), relativo a las preguntas de investigación.

Recuperando el esquema de objetivo general y específicos del capítulo primero, se pasa a formular aquellas preguntas de carácter científico que esta tesis trata de responder. La formulación de estas preguntas se ha basado en el *gap* identificado durante la revisión del estado del arte (capítulo II y III) y en el análisis descriptivo realizado en este capítulo sobre los ítems más relevantes en cuanto a la estructura de inversión y financiación de las cooperativas de MONDRAGON se refiere.

Considerando que el objetivo general de esta investigación es “analizar la dinámica de la estructura financiera en las cooperativas de trabajo asociado de MONDRAGON en cuanto a la configuración, factores determinantes y comportamiento financiero derivado de las preferencias y motivaciones consideradas en las decisiones de estructura financiera”, a continuación, se presentan las preguntas de investigación asociadas a cada objetivo específico (OE) identificados en el capítulo I (apartado 2.2):

OE1. Analizar la composición de la estructura financiera de las CTA de MONDRAGON de los últimos ejercicios económicos disponibles.

¿Cómo es la financiación de las CTA pertenecientes a MONDRAGON en cuanto al empleo de instrumentos financieros de fondos propios y ajenos, más allá de lo que muestran sus cuentas anuales? ¿Cuáles son las claves de su comportamiento financiero?

Por tanto, se trata de complementar el estudio preliminar estadístico presentado en este capítulo al objeto de obtener un conocimiento más profundo acerca de la composición concreta que suelen presentar este tipo de organizaciones.

OE2. Estudiar quién toma, cómo y con qué motivaciones o preferencias las decisiones de estructura financiera en las CTA en la práctica.

En las CTA de MONDRAGON ¿quién y cómo adoptan las decisiones de financiación y sus alternativas? ¿Qué preferencias o motivaciones influyen en la adopción de decisiones de financiación?

Así, mediante estas preguntas se trata de averiguar información contrastable sobre los procesos de toma de decisiones financieras que se producen dentro de las cooperativas de trabajo asociado de MONDRAGON e indagar acerca de las causas que influyen en la elección de unas y otras alternativas de financiación.

OE3. Explorar el alcance sobre la aplicabilidad de los fundamentos de las teorías de estructura financiera a las CTA de MONDRAGON.

Las CTA del grupo cooperativo MONDRAGON ¿se marcan un objetivo de nivel de endeudamiento máximo? ¿Responde este nivel a los fundamentos de la teoría del trade-off? En el momento de adoptar decisiones de estructura financiera, ¿siguen un orden

preferente en cuanto a las fuentes de financiación? Y este orden preferente, ¿coincide con la jerarquía planteada en la teoría del pecking order? Por tanto, ¿en qué medida pueden las teorías sobre estructura financiera explicar el comportamiento financiero de este tipo de sociedades?

Por tanto, estas preguntas tratan de obtener alguna evidencia que ayude a corroborar el alcance de la aplicación de las teorías financieras más relevantes a las CTA de MONDRAGON e indagar si el marco establecido para estas sociedades permite establecer una correspondencia con lo que estipulan las teorías financieras más relevantes.

OE4. Contrastar la veracidad acerca de las problemáticas financieras que se les presupone a las CTA.

¿Es limitado el acceso a la financiación de las sociedades cooperativas de MONDRAGON? Las decisiones financieras de las sociedades de MONDRAGON ¿son prudentes o conservadoras por el hecho de ser cooperativas? ¿Sufren las cooperativas de MONDRAGON problemas de infrainversión, horizonte temporal o de recurso común?

Así, mediante estas preguntas se pretende estudiar el acercamiento de las singularidades financieras asociadas a las empresas gestionadas por sus trabajadores identificadas en la revisión del estado del arte a las CTA de MONDRAGON.

OE5. Identificar los factores determinantes de la dinámica financiera de las CTA de MONDRAGON, considerando, además, su estructura de vencimiento.

¿Cómo se visualiza la estructura financiera óptima de una CTA? ¿Qué factores pueden explicar las similitudes y diferencias que pueden observarse en cuanto a la composición de la estructura financiera de las sociedades cooperativas de trabajo asociado pertenecientes a MONDRAGON? ¿Qué relación guardan las variables identificadas respecto a dicha composición? ¿Existen diferencias en los resultados cuando se considera la estructura de vencimiento del endeudamiento? ¿Qué teoría o teorías explican mejor la dinámica financiera de las CTA de MONDRAGON?

Por tanto, estas preguntas persiguen detectar y contrastar empíricamente los factores determinantes que influyen en la composición de la estructura financiera de las CTA de MONDRAGON, así como de la influencia que pueda ejercer la apreciación de la madurez de la deuda en la misma.

Todas las cuestiones aquí planteadas merecen ser estudiadas y que en su globalidad tratan de contribuir a responder al objetivo general de esta tesis aportando conocimiento para ayudar en la interpretación del alcance sobre la aplicabilidad de los fundamentos de las teorías de estructura financiera a las CTA de MONDRAGON. Para ello, es necesario contar con unos resultados de una investigación que se desarrolle con rigor científico, lo cual exige un diseño metodológico adecuado y coherente con los objetivos que se persiguen. Por tanto, en el siguiente apartado se pasa a describir los componentes de los métodos propuestos para la obtención, tratamiento y análisis de dicha información.

4. Metodología de la investigación

Tal y como se ha observado en el marco conceptual de esta tesis, el comportamiento financiero de las cooperativas de trabajo asociado no es un tema que se haya estudiado en profundidad, por lo que todavía es necesario realizar un trabajo exploratorio acerca de la realidad empresarial de estas sociedades. Por ello, y una vez explicitadas las preguntas de investigación, se desarrolla el cuarto elemento del modelo de investigación de Maxwell (2012), referente al método de investigación el cual debe ser acorde a los interrogantes identificados en el apartado anterior.

En este sentido, puede que una única técnica no consiga abarcar los objetivos perseguidos en esta investigación al plantear cuestiones que tratan, por un lado, de indagar en las motivaciones y preferencias de las personas decisoras en el empleo de instrumentos financieros, investigación de naturaleza cualitativa, mientras que, por otro lado, se precisa el empleo de un método cuantitativo para el contraste de las hipótesis. Por todo ello, se requiere una metodología mixta de manera que posibilite conectar una investigación sobre un fenómeno concreto con otra de distinto enfoque y naturaleza.

Según Chen (2006) los métodos mixtos son la integración sistemática de los métodos cuantitativo y cualitativo en un sólo estudio con el fin de obtener una “fotografía” más completa del fenómeno objeto de estudio y, entre las distintas tipologías que describe, la nuestra se ubica en aquella en el que las técnicas pueden ser conjuntadas de tal manera que las aproximaciones cuantitativas o cualitativas conserven sus estructuras y procedimientos originales, a lo que este autor denomina como forma pura de los métodos mixtos.

Por nuestra parte, se decide emplear este método porque se cree que al existir una laguna importante acerca de la dinámica financiera de las cooperativas de trabajo asociado, el método mixto puede aportar mayor valor al estudio en comparación al empleo de un enfoque único, ya sea cualitativo o cuantitativo. En este sentido, la secuencia de realizar en primer lugar la investigación cualitativa pretende lograr un mayor entendimiento del comportamiento financiero de las cooperativas de la muestra con un doble objetivo: por un lado, ser fuente para la adecuación de las hipótesis del posterior trabajo cuantitativo y, por otro lado, ayudar en la clarificación e interpretación de los posibles resultados que se obtengan.

Para ello, la investigación cualitativa plantea realizar entrevistas en profundidad a distintas direcciones financieras de una serie de cooperativas integradas en la muestra de MONDRAGON y la investigación cuantitativa aplicar una metodología basada en datos de panel para obtener conclusiones más allá del análisis descriptivo de la información económico-financiera, llevado a cabo en este mismo capítulo.

En consecuencia, a través de la investigación cualitativa se trata de responder a las preguntas de investigación asociadas a los objetivos específicos OE1, OE2, OE3 y OE4 formulados en el apartado anterior, mientras que el estudio cuantitativo se centrará en contestar a las relativas al OE5. Todos estos resultados serán útiles para alcanzar el objetivo general de la tesis para lo cual deben combinarse las conclusiones tanto de la investigación cualitativa como de la cuantitativa.

Por tanto, a continuación, se profundiza en el diseño de cada una de las investigaciones, manteniendo la secuenciación lógica del planteamiento realizado.

4.1. Diseño de la investigación cualitativa

De la revisión del estado del arte se concluye que el marco legal, contable y financiero asociado al tipo de cooperativa y al entorno económico del área geográfica en el que operan estas sociedades pueden condicionar sus decisiones de financiación (Wald, 1999; Levy & Hennessy, 2007; Mateos & Guzmán). Así mismo, la pertenencia a un mismo grupo empresarial que ejerza una influencia relevante puede hacer que todas las unidades de análisis sigan un patrón común, también en su comportamiento financiero (Joshi & Smith, 2008; Chaterina *et al.*, 2017).

Por tanto, las razones arriba indicadas son suficientes para plantear un estudio mediante el cual se pueda contextualizar las decisiones financieras de las cooperativas de MONDRAGON que permita proponer unas hipótesis de investigación de mayor consistencia, así como discernir acerca de las posibles variables, idénticas o diferentes a las generales definidas en la revisión del estado del arte, y específicas, en su caso, que puedan influir en la determinación y dinámica de su estructura financiera.

Por un lado, se necesita acudir a fuentes directas, ya que, como se ha visto en el análisis descriptivo, la información económico-financiera de la base de datos, aunque abundante, no tiene un desglose suficiente para saber, por ejemplo, de qué instrumentos se componen los fondos propios de las cooperativas (tipos de aportaciones, etc.), ni aquellos que configuran su pasivo (sólo se distinguen aquellas deudas con coste de las que no suponen coste). Además, estos datos, aunque son muy útiles para investigaciones de corte cuantitativo, no ayudan a comprender los procesos por los cuales se adoptan este tipo de decisiones ni las motivaciones o preferencias que hay detrás de los mismos.

Por otro lado, como comentan Hernández, Fernández & Baptista (2014) la investigación cualitativa se enfoca en comprender los fenómenos, explorándolos desde la perspectiva de los participantes en un ambiente natural y en relación con su contexto. Por lo que, al tratarse las decisiones financieras de las CTA de MONDRAGON de un tema en el que existe poca evidencia científica previa, se precisa emplear este tipo de metodología de investigación que, como señalan Preissle (2008), Mertens (2010) o Marshall & Rossman (2011) es muy útil ante deficiencias en el conocimiento del problema a investigar.

Por todo ello, la finalidad de este estudio cualitativo es indagar en las decisiones de financiación de las cooperativas de trabajo asociado de MONDRAGON al objeto de comprender y, en su caso, adaptar las conclusiones de la revisión del estado del arte que permitan desarrollar las hipótesis de esta investigación relativas al estudio cuantitativo. En efecto, Henderson (2009) apunta que la formación de las hipótesis puede constituir uno de los resultados del estudio cualitativo, por lo que recabar este tipo de información relativa a estas empresas permite continuar con más garantías la investigación principal que trata de resolver el objetivo general de esta tesis.

Sin embargo, es conveniente precisar que este estudio cualitativo de casos no pretende extraer conclusiones que se puedan generalizar al conjunto de las sociedades cooperativas

de trabajo asociado; tampoco a cooperativas de ningún otro tipo. Los resultados contribuyen a entender este fenómeno, por lo que el conocimiento generado servirá para complementar el contexto específico de esta clase de sociedades perteneciente a un grupo como MONDRAGON, lo cual ayudará en la interpretación de los resultados de la investigación cuantitativa.

4.1.1. El estudio de casos a través de la entrevista en profundidad

Según Stake (1995), el estudio de varios casos instrumentales permite responder mejor que un estudio singular a una problemática que exceda la experiencia estudiada. Además, y a pesar de la ausencia de validez estadística de las aportaciones obtenidas en un entorno tan limitado, el conocimiento del contexto que proporciona a la investigación es extraordinariamente valioso. Por tanto, se opta por analizar varios casos de cooperativas de trabajo asociado con el fin de que ello permita comprender mejor la dinámica financiera de este tipo de sociedades. Los casos de estudio se seleccionan entre las CTA pertenecientes a MONDRAGON, explicado en el apartado 6 del capítulo II, y se encuentran incluidas en la muestra empleada en el análisis descriptivo anterior.

El estudio, además de comprender el comportamiento financiero de las CTA de MONDRAGON en base a las teorías financieras más relevantes, también busca indagar en las causas, motivaciones o preferencias de las decisiones financieras adoptadas, por lo que dichas aportaciones se van a recoger mediante entrevistas en profundidad realizadas a las direcciones financieras de los casos seleccionados. Además, las entrevistas son semiestructuradas, por lo que, si bien la entrevista cuenta con una guía de preguntas, su desarrollo no sigue un orden preestablecido y el entrevistador posee la libertad de introducir preguntas adicionales para precisar conceptos u obtener información adicional sobre un aspecto determinado (Hernández *et al.*, 2014). Este es nuestro caso, en el que, si bien una parte de la entrevista sigue una determinada estructura, es necesario emplear un esquema abierto y flexible para que en cada caso concreto permita al entrevistador dirigir la conversación, sin renunciar a los detalles que puedan aflorar a iniciativa de la persona entrevistada.

En este sentido, las entrevistas siguen el siguiente esquema general:

- I. COOPERATIVA Y CONTEXTO
- II. COMPOSICIÓN DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LA COOPERATIVA
- III. PLANIFICACIÓN Y TOMA DE DECISIONES FINANCIERAS
 - Instrumentos de fondos propios
 - Instrumentos de pasivo
- IV. CONTRASTE DE LAS TEORÍAS FINANCIERAS
 - Teoría del *trade-off* o, equilibrio estático
 - Teoría del *pecking order* o, del orden jerárquico
- V. INVERSIÓN Y ACCESO A LA FINANCIACIÓN DE COOPERATIVAS
- VI. ESTRUCTURA FINANCIERA ÓPTIMA Y FACTORES DETERMINANTES

Este esquema se ha desarrollado considerando las conclusiones de la revisión del estado del arte realizado en los capítulos previos, así como el contexto de la investigación de este mismo capítulo, relativo al análisis descriptivo de la estructura de inversión y financiación de las CTA de la muestra. Además, su estructura coincide con los objetivos específicos y las cuestiones planteadas en él tratan de dar respuesta a las preguntas de investigación definidas en el apartado 3 de este capítulo.

Para el contraste, tanto de este esquema como de las preguntas a realizar, se ha desarrollado una entrevista piloto con la dirección financiera de una CTA de MONDRAGON del área de conocimiento cuyas cuentas anuales no están incluidas en la base de datos facilitada, con el fin de validar el cuestionario y corroborar así que sus respuestas fueran útiles para conseguir los fines definidos en esta investigación. Este proceso, junto con la primera entrevista realizada a una dirección financiera, condujo a eliminar parte de las preguntas del apartado VI relativo a ESTRUCTURA FINANCIERA ÓPTIMA Y FACTORES DETERMINANTES⁹¹, debido a que las personas entrevistadas no llegaban a comprender el enfoque de las preguntas realizadas (en concreto, las relativas a escudos fiscales, oportunidades de crecimiento, liquidez y riesgo), a excepción de los factores relativos a las características empresariales (tamaño, edad, sector, etc.).

En cuanto a la estrategia de muestreo de las cooperativas entrevistadas, se emplea la de muestras diversas o de máxima variación debido a la necesidad de documentar diferencias y coincidencias, así como patrones, matices y particularidades. Para la selección de los casos se ha propuesto emplear una combinación de la unidad organizativa de MONDRAGON, la división, y el sector de actividad de la cooperativa, solicitando una entrevista a la dirección financiera de una cooperativa adscrita a cada una de ellas. Así, al contrario de lo que se pretende en un estudio aleatorio, el objetivo que se persigue es apropiado para un muestreo teórico. Además, se ha buscado la variedad no sólo en la actividad económica (manufactura y servicios), sino también en tamaño (pequeña, mediana y grande), en situación financiera (sólida, resistente o vulnerable) y en la estrategia empresarial que condiciona su posición competitiva (crecimiento, consolidación o desinversión).

Además, y dado que la unidad de estudio corresponde a la función financiera de una empresa, se han seleccionado como entrevistables a las personas responsables de dicha función. Se quiere dar cabida a direcciones financieras con diferentes rasgos, al acudir a direcciones de grupo, de sociedades cooperativas matrices y de cooperativas individuales. Además, se cuidan aspectos como la paridad en el género y la incorporación de personas con diferentes trayectorias y experiencias previas, tanto en las mismas cooperativas como en otras, así como fuera del entorno de las mismas, al objeto de descartar que los rasgos personales no sean causa de un mismo patrón de comportamiento o motivación. En consecuencia, las personas que han accedido a participar en el estudio están dotadas de un amplio conocimiento del contexto que rodea a las cooperativas y a sus decisiones financieras, por ser las principales personas con capacidad de influencia en las decisiones de esta función.

⁹¹ Puede consultarse las preguntas de la entrevista siguiendo el esquema propuesto en la Cuestionario 1 del apartado correspondiente a la metodología de la investigación cualitativa del capítulo V.

4.2. Diseño de la investigación cuantitativa

A partir del estudio de carácter cuantitativo se pretende realizar un trabajo empírico que contribuya a profundizar en el conocimiento de las decisiones de estructura financiera y de sus factores determinantes en las CTA. Como se justifica en el apartado anterior, las cooperativas disponen de unas singularidades legales, contables y financieras concretas, analizadas en el capítulo II, que pueden condicionar sus decisiones de financiación y, por tanto, dar lugar a posibles determinantes de la estructura financiera diferentes a los que la comunidad científica ha detectado para empresas de naturaleza capitalista (factores generales *versus* específicos). Además, aunque como se muestra en el capítulo III este tipo de investigaciones ha tenido un desarrollo importante, no hay un consenso amplio de la validez de los resultados obtenidos hasta la fecha (Bevan & Danbolt, 2002; Frank & Goyal, 2009) por lo que es necesario seguir explorando nuevas variables que puedan ayudar a explicar la dinámica de la estructura financiera de las empresas, en general, y de las CTA, en particular, a través de nuevas y mayores aportaciones empíricas.

Este mismo estudio, además, permite comprobar la aplicabilidad que tienen las teorías financieras sobre la estructura financiera analizadas en el capítulo III a las sociedades cooperativas, la teoría del *trade-off* y la teoría del *pecking order*. No obstante, el presente trabajo no pretende ser una verificación directa y exacta sobre el cumplimiento de estas teorías, sino más bien un punto de partida que sirva como base en la comprensión del comportamiento financiero de las cooperativas de trabajo asociado. Por tanto, el objetivo de este estudio radica en estudiar, empíricamente, el cumplimiento de las hipótesis que se plantean una vez realizada la investigación cualitativa. Estas hipótesis tratan acerca de los factores determinantes de la dinámica financiera que se han revisado y de la relación que presentan estos respecto del nivel de apalancamiento empresarial. Los resultados así obtenidos sirven para contrastar para cada factor en concreto la correspondencia que muestra respecto de la hipótesis de la teoría del equilibrio estático (teoría del *trade-off*) o de la del orden jerárquico (teoría del *pecking order*).

A la hora de seleccionar tanto las variables dependientes como las variables independientes para la configuración del modelo econométrico se han considerado los diferentes estudios sobre los factores determinantes que se han recogido en la revisión del estado del arte del capítulo anterior. En este sentido, el estudio también permitirá apreciar si es suficiente con analizar la decisión de apalancamiento a nivel de deuda total como variable dependiente, o si, por el contrario, es preferible desglosar esta magnitud, introduciendo el enfoque de la madurez de la deuda y, por tanto, obtener los determinantes de la estructura financiera considerando, además, el endeudamiento de largo plazo y del corto plazo de forma separada.

Para ello, se necesita una metodología adecuada, la cual se detalla en el siguiente epígrafe.

4.2.1. Metodología de datos de panel

El método cuantitativo más popular empleado por la comunidad científica ha sido la regresión, la cual trata de explicar un fenómeno económico a partir de un conjunto de factores y, habitualmente, se utiliza la técnica de mínimos cuadrados ordinarios (MCO) para

su estimación. Sin embargo, tal y como asegura Castellacci (2008) esta metodología no ayuda en la observación de los efectos individuales, ya que al tratar de forma independiente el conjunto de datos de un individuo en el tiempo, cuando se consideran varios de ellos a lo largo de distintos periodos de tiempo, los estimadores obtenidos por MCO pueden presentar sesgos y, por tanto, pueden no ser consistentes.

Para resolver esta problemática se ha generalizado entre las personas investigadores el uso de la metodología de datos de panel, es decir, el método que emplea un conjunto de datos que permite observar una muestra de unidades individuales durante unas series temporales (Arellano & Bover, 1990). Esta metodología posee cierta ventaja frente al análisis de sección cruzada o el de series temporales dado que la de datos de panel combina ambas dimensiones. Así, los datos de panel permiten estudiar modelos de comportamiento más complejos. Por su parte, Baltagi (2005) determina las siguientes ventajas en el empleo de los datos de panel:

- La posibilidad de controlar la heterogeneidad individual de modo que, y a diferencia de los estudios que no tienen en cuenta esta heterogeneidad (serie temporal o de sección cruzada), no se corre el riesgo de obtener estimaciones sesgadas.
- Al combinar las series de tiempo con las observaciones transversales, los datos de panel otorgan una mayor cantidad de datos informativos, proporcionando una mayor variabilidad, aumentando los grados de libertad y reduciendo la multicolinealidad entre las variables explicativas. Por tanto, se mejora la eficiencia al ser más precisas las estimaciones realizadas.
- La mejor capacidad para capturar los efectos que no son detectables en datos puros de sección cruzada o series temporales. Además, el método que emplea datos de panel suprime las posibles alteraciones en los resultados, debidas a las probables correlaciones entre los efectos individuales inobservables y las variables independientes utilizadas (Hausman & Taylor, 1981).

Sin embargo, el propio Baltagi (2005) menciona como principales inconvenientes la mayor dificultad en la recolección de datos, la distorsión por errores de medida o la corta dimensión temporal que se tiene, generalmente, en los conjuntos de datos.

Según Labra & Torrecillas (2014), la metodología de datos de panel permite realizar dos tipos de estudios: (1) estáticos, aquellos que posibilitan evaluar un conjunto de variables explicativas de algún fenómeno en estudio y determinar así si el conjunto de datos presenta efectos individuales fijos o variables, es decir, considera los regresores como variables exógenas y no existe dependencia entre ellas, y (2) dinámicos, los cuales permiten incorporar en el modelo una estructura endógena, mediante la integración de efectos pasados a través de variables instrumentales. Por tanto, introduce la relación entre la variable dependiente y las independientes de manera bidireccional, y a su vez, la relación de dependencia entre las variables independientes.

De manera genérica, un modelo de datos de panel estático puede describirse de la siguiente ecuación:

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \sum_{j=1}^n \beta_j X_{jit} + U_{it} \quad \text{Ecuación 1}$$

donde, $i = 1, \dots, N$, se refiere a individuos (empresas); $t = 1, \dots, T$ se refiere a la dimensión temporal; $j = 1, \dots, n$ representa las distintas variables explicativas.

En este modelo de regresión, Y_{it} es la variable dependiente, α_{it} representa a los interceptos, por empresa y año, β_j representa el coeficiente de regresión de la j -ésima variable explicativa, X_{jit} representa a la i -ésima observación en el momento t para la variable j y U_{it} es el término de error de la i -ésima observación en el momento t , que puede descomponerse en $U_{it} = \mu_i + \delta_t + \varepsilon_{it}$, donde,

- μ_i son los efectos no observables que difieren entre los individuos (empresas), pero no en el tiempo.
- δ_t son los efectos no cuantificables que varían en el tiempo, pero no entre los individuos (las empresas).
- ε_{it} se refiere al término de error puramente aleatorio.

El efecto individual, μ_i , puede incluir un conjunto de efectos como las barreras de entrada, condiciones generales del mercado de factores, entre otros efectos, los cuales, se supone, son constantes a lo largo del tiempo. La variable δ_t que representa el efecto temporal, incluye los efectos macroeconómicos tales como la inflación, la tasa de interés y los shocks de demanda, que afectan de forma transversal al conjunto de todas las empresas en un mismo periodo. Finalmente, el término de error estocástico ε_{it} captura los posibles errores de medición en las variables independientes, así como cualquier otra variable independiente que haya sido omitida en el modelo (Sogorb & López, 2003).

Para valorar la idoneidad de los modelos de datos de panel estáticos o dinámicos en las investigaciones, es necesario identificar la presencia de endogeneidad, ya sea por la posible sospecha de su existencia basándonos en estudios previos de la literatura científica o aplicando una serie de técnicas para detectarla (p.e. el test de Durbin Wu Hausman).

En caso de que no se detecte endogeneidad, se podrá emplear el método de efectos fijos o el de efectos aleatorios, dependiendo de la existencia de correlación entre los efectos individuales y las variables explicativas. En cambio, para el caso que se detecte endogeneidad, será necesario utilizar un método que posibilite tratarla, como el empleo de modelos dinámicos. Un modelo de datos de panel dinámico se caracteriza por presentar entre los regresores el retardo de la variable dependiente, como se muestra en la siguiente ecuación:

$$Y_{it} = \alpha Y_{i,t-1} + \sum_{j=1}^n \beta_j X_{jit} + U_{it} \quad \text{Ecuación 2}$$

donde $Y_{i,t-1}$ es la variable dependiente retardada y el resto de variables y coeficientes se corresponden con las definiciones realizadas en el modelo estático [Ecuación 1].

En este tipo de modelos, las estimaciones por MCO o por los métodos empleados para los modelos estáticos no son apropiados, debido a la correlación de los regresores con el término de error.

Según Labra & Torrecilla (2014), estos modelos han sido desarrollados con el propósito de incorporar en la estimación las relaciones de causalidad que se generan en el interior del modelo, como forma de tratar los problemas de endogeneidad antes indicados. En este sentido, los modelos dinámicos pueden ser estimados por diferentes alternativas, aunque una de las más comunes es el empleo de variables instrumentales expresadas con retardos de la variable endógena. Así, Anderson & Hsiao (1981, 1982) proponen usar estos retardos

de la variable dependiente, tanto en nivel como en diferencias. Un modelo dinámico en primeras diferencias, sigue el siguiente esquema:

$$\Delta Y_{it} = \alpha \Delta Y_{i,t-1} + \sum_{j=1}^n \beta_j \Delta X_{jit} + \Delta U_{it} \quad \text{Ecuación 3}$$

donde, Δ representa la variación, manteniéndose el resto de definiciones constantes de las Ecuaciones 1 y 2 anteriores.

Para mejorar la eficiencia del estimador, Arellano & Bond (1991) desarrollaron un estimador basado en el método generalizado de momentos (MGM, conocido también como *GMM* por sus siglas en inglés) que utiliza todas las variables instrumentales disponibles basadas en retardos y diferencias de todas las variables del modelo. Se propone utilizar este estimador, al que denominan como *difference GMM*, especialmente en investigaciones con paneles de muchos individuos y pocos periodos de tiempo.

Posteriormente, Arellano & Bover (1995) plantean esta técnica en forma de un sistema de ecuaciones transformadas, conocido como *system GMM*, que posteriormente desarrollan también Blundell & Bond (1998). Estos autores comentan que la principal ventaja del *system GMM* frente a modelos estáticos o *difference GMM* radica en que no sesga los parámetros en muestras de tamaño pequeño en presencia de endogeneidad⁹².

Para proceder a la estimación de estos modelos, hay que considerar dos tipos de análisis: de una etapa o de dos etapas. La diferencia entre uno y otro radica en que el de una etapa, o *one step*, sólo usa la matriz de pesos homocedástica para la estimación, mientras que el bietápico, o *two step*, emplea la matriz de pesos heterocedástica. Labra & Torrecilla (2014) recogen que la literatura reconoce que los estimadores *two step* son más eficientes y evitan mejor el sesgo en la estimación. Por otro lado, también se pueden emplear versiones robustas de corrección de la varianza desarrollados por Windmeijer (2005), tanto para la alternativa *one step* como *two step*.

El principal problema al estimar modelos con *GMM* es la proliferación de instrumentos, es decir, que se generen más instrumentos de los necesarios, provocando una sobreidentificación del modelo. Para la comprobación de la existencia de este problema, es necesario emplear el test de Sargan en el caso de estimaciones *one step* sin la versión robusta, mientras que se dispone del *test* de Hansen para estimaciones de la versión robusta del *two step*⁹³.

Así mismo, al emplear modelos dinámicos de datos de panel, tanto aquellos que incorporan el retardo en diferencias o niveles, es imprescindible comprobar que los errores no estén serialmente correlacionados. Para ello, se dispone del *test* de Arellano y Bond, el cual permite cotejar que no existe autocorrelación de segundo orden en las primeras diferencias de los errores.

En esta tesis se va a utilizar estas técnicas econométricas de estimación de modelos dinámicos de datos de panel, llevando a cabo todos los *tests* propuestos para el contraste de las diferentes problemáticas asociadas a las mismas.

⁹² Puede encontrarse un desarrollo matemático de estos estimadores en Blundell, Bond & Windmeijer (2001)

⁹³ Sólo disponible para desarrollos para *xtabond2* en STATA; programa que se va a utilizar en este estudio.

CAPÍTULO V

Investigación cualitativa

1. Introducción

Como se avanza en las conclusiones del capítulo relativo al estado del arte, queda patente la necesidad de acercar el análisis realizado en él a un fenómeno poco investigado como son las decisiones financieras de las cooperativas de trabajo asociado de MONDRAGON. Así mismo, en el capítulo III, se ha realizado un estudio sobre la evolución en el tiempo de la estructura financiera de estas sociedades, obteniendo información muy interesante pero insuficiente para dar respuesta a los objetivos planteados en esta tesis. Esto se debe a que, aunque la base de datos es de calidad, no dispone del nivel de desglose preciso para llegar a conclusiones más concretas ni información de naturaleza más cualitativa para ahondar en las causas, en los motivos y en las preferencias a la hora de financiar la actividad económica. Por todo ello, y como hasta donde llega el conocimiento de los autores, ninguna investigación previa ha analizado el tema objeto de estudio, se plantea acometer una investigación exploratoria antes de abordar el trabajo cuantitativo central que justifica esta tesis.

Como comentan Marshall & Rossman (2011) se recomienda emplear una metodología cualitativa cuando el tema es poco explorado o no se ha hecho investigación al respecto. Así, en el próximo apartado es donde se termina de materializar el diseño metodológico definido previamente en el capítulo IV, el cual responde a los objetivos específicos identificados y que permite, por tanto, realizar un análisis integral de las decisiones de financiación de las cooperativas de trabajo asociado de MONDRAGON. Para ello, se han realizado entrevistas semiestructuradas con personas pertenecientes a distintas direcciones financieras de la muestra descrita en el capítulo anterior, bajo las reglas de ejecución del estudio de casos.

Además, en esta investigación se desea profundizar, de forma inductiva, en las hipótesis que se deducen de la revisión del estado del arte, los cuales se determinarán una vez realizado este estudio y que se tratarán de confirmar o refutar en estudios cuantitativos posteriores. Aun teniendo la dificultad de que la investigación cualitativa es menos precisa y representativa que la cuantitativa, se opina que emplear ambos tipos de metodología para los fines de esta investigación va a aportar mayor credibilidad y convicción a las conclusiones de este trabajo. Así, se completa la metodología mixta descrita en el capítulo anterior a partir de la cual se da respuesta al objetivo general de la tesis.

Por tanto, y antes de proceder a la exposición de los resultados, se procede a explicar la aplicación concreta del diseño metodológico realizado y, por último, se presentan las conclusiones del estudio, además de establecer relaciones entre estos y aquellos derivados de la revisión del estado del arte.

2. Metodología de la investigación cualitativa

Considerando los elementos de diseño metodológico del capítulo IV, este estudio se fundamenta en las entrevistas realizadas en 12 CTA pertenecientes al grupo cooperativo MONDRAGON desarrolladas en la sede de la cooperativa entre octubre de 2018 y mayo de 2019. Como el fin principal de este estudio es generar contexto para comprender mejor

las decisiones de estructura financiera de las CTA, se ha buscado un espectro amplio en el enfoque de estas entrevistas por lo que, si bien se ha seguido un mismo esquema del cuestionario, no con todas las personas entrevistadas se ha enfatizado en las mismas cuestiones. En este sentido, se ha indagado de forma especial en aquellas singularidades en los que la conversación ha derivado y que resultan interesantes para dar respuesta a los objetivos específicos de este trabajo. A continuación, se presenta un inventario de preguntas realizadas por cada uno de los bloques identificados en el diseño y que responden, de forma coherente, a los objetivos OE1, OE2, OE3 y OE4 definidos a partir del objetivo general y sus correspondientes preguntas de investigación, las cuales pueden encontrarse en el apartado tercero del capítulo referente a la metodología.

En concreto, la estructura de la entrevista se ha organizado en 6 bloques y, en el siguiente esquema, se identifican para cada uno de ellos la variedad de cuestiones planteadas en las cooperativas.

Cuestionario 1. Inventario de preguntas realizadas según la estructura de la entrevista

I. COOPERATIVA Y CONTEXTO

Aspectos para dar comienzo a la entrevista y comprender el contexto de la cooperativa, como sociedades que la componen, historia, claves del sector de actividad, situación financiera y evolución, estrategia empresarial y posición competitiva en el mercado, ...

II. COMPOSICIÓN DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LA COOPERATIVA

¿Cuál es la composición actual de la estructura financiera de la cooperativa/Grupo? ¿Qué tipos de instrumentos financieros se emplean tanto en el patrimonio neto como en el pasivo?

Fondos propios

- ¿De qué instrumentos se compone el capital social de la cooperativa? ¿Ha habido aportaciones de capital adicionales y obligatorias? ¿en qué situaciones?
- Retención de beneficios: ¿cómo se decide la distribución del excedente más allá de los criterios legales/normas Mondragón? ¿de qué depende?
- ¿Alguna vez se ha barajado la posibilidad de entrada de nuevos socios de trabajo exclusivamente con el fin de incrementar el patrimonio neto de la cooperativa?
- Incrementos capital social vía capitalización (intereses, pagas, etc.) ¿en qué situaciones?
- ¿Ha habido aportaciones voluntarias? ¿en qué situaciones?
- Aportaciones financieras subordinadas, FFPP o pasivo, ¿en qué situaciones?
- ¿Cómo valoras la dimensión de los fondos propios de tu cooperativa? ¿Es una fuente financiera fundamental para la cooperativa?
- Instrumentos de intercooperación financiera / Mondragon inversiones: ¿Has recurrido alguna vez? ¿En qué situaciones?

Fondos ajenos

- ¿Quién otorga financiación ajena a la cooperativa y a través de qué figuras? ¿Influye la estructura de vencimiento?
- ¿Qué caracteriza a cada fuente y para qué situaciones se emplean?
- Instrumentos alternativos a los bancarios / diversificación financiera ¿es un objetivo de la cooperativa? ¿se ha avanzado algo?

III. PLANIFICACIÓN Y TOMA DE DECISIONES FINANCIERAS

- En vuestra cooperativa, ¿se toman decisiones de estructura financiera? Es decir, ¿se proyecta la relación de patrimonio y pasivo a medio/largo plazo? ¿Se toman decisiones en relación a la estructura financiera proyectada?

- ¿Quién/Cómo se toman las decisiones relativas a instrumentos de patrimonio?
- Retención de beneficios: ¿cómo se decide la distribución del excedente más allá de los criterios legales/normas de MONDRAGON? ¿De qué depende?
- ¿Alguna vez se ha barajado la posibilidad de entrada de nuevos socios de trabajo exclusivamente con el fin de incrementar el patrimonio neto de la cooperativa?
- ¿Quién/Cómo se toman las decisiones relativas a instrumentos de pasivo?
- Endeudamiento: ¿cómo se decide incrementar el peso relativo del endeudamiento? ¿De qué depende?

IV. CONTRASTE DE LAS TEORIAS FINANCIERAS

- La razón de deuda y patrimonio, ¿responde al coste de los recursos? (exclusivamente, en gran medida, importancia relativa, no es determinante)
- ¿Se busca maximizar el valor de la cooperativa?
- Vuestra cooperativa, ¿se marca un ratio objetivo de endeudamiento / ratio de independencia a un plazo determinado o más bien es consecuencia del acumulado de decisiones financieras individuales?
- ¿Existe una preferencia o jerarquía en el uso de uno u otro instrumento financiero? ¿Cuál?
- Ordenar: financiación interna (retención de beneficios y amortizaciones) y ajena (endeudamiento sin y con coste/ bancaria y no bancaria, instrumentos híbridos, fondos de intercooperación, aportaciones financieras subordinadas con vencimiento o no en la liquidación de la cooperativa, aportaciones voluntarias o obligatorias de socios)
- Ponte en situación ante una gran necesidad de fondos; ¿repetirías siempre el mismo esquema o no? (referencias a uso anterior de instrumentos); si es NO, por qué no.
- ¿Influye la asimetría de información a las decisiones financieras?
- ¿Disponen distinta información Dirección / Personas socias?
- Señales (información) por incrementar uno u otro recurso

V. INVERSIÓN Y ACCESO A LA FINANCIACIÓN DE COOPERATIVAS

- ¿Ha habido crecimiento en tu cooperativa en los últimos 5 años? ¿Cómo se ha financiado?
- ¿El hecho de ser cooperativa dificulta la inversión o el crecimiento?
- ¿Hubierais crecido más si habría habido más facilidades de financiación?
- En las cooperativas de MONDRAGON, ¿qué relación existe entre el crecimiento empresarial y la estructura financiera?
- ¿Crees que el hecho de ser cooperativa influye en que en las decisiones de inversión o crecimiento se es más prudente o conservador?

VI. ESTRUCTURA FINANCIERA SOSTENIBLE* ÓPTIMA Y FACTORES DETERMINANTES

- En vuestra opinión, ¿cuál debería ser una estructura financiera óptima de una cooperativa? [100% PN ...máximo posible deuda] ¿Por qué razones?
 - ¿Qué cualidades debería tener una EF sostenible (ideal)? Diversificado fuente y proveedor / estabilidad / facilidad de acceso / coste / plazo
 - ¿Qué permite llegar al ideal de estructura financiera en una cooperativa? Y ¿qué te dificulta? Impulsores y frenos (hechos o variables)
 - La EFSO* definida, ¿sería la misma si la empresa fuera más o menos rentable**?
- * Cambio terminológico
- ** Factores: Rentabilidad, Sector, Tamaño, Antigüedad, ~~Escudos fiscales, Oportunidades de crecimiento, Estructura del activo, Riesgo, Liquidez~~

Fuente: Elaboración propia

*,** Como puede observarse al final del esquema, el inventario de preguntas recoge una sustitución terminológica y la eliminación de preguntas acerca de ciertos factores, los cuales se explican junto con los resultados de los bloques al que corresponda.

Por otro lado, para facilitar el proceso de recogida de información se ha contado con la ayuda de Belen Kortabarria, entonces directora del departamento de gestión financiera de MONDRAGON, y quien ha actuado como *gatekeeper* facilitando el acceso a una muestra de direcciones financieras de cooperativas suficiente como para alcanzar los objetivos del estudio cualitativo⁹⁴.

Así, se ha recabado información directa, a través de una estrategia de muestreo de máxima variación del diseño metodológico, ya que su aplicación ofrece ventajas como obtener mayores detalles sobre las razones, claves y dificultades de la financiación de las sociedades cooperativas. La Tabla 33 muestra la relación de direcciones financieras entrevistadas, anonimizada por cooperativa, y la caracterización tanto de la empresa como de las personas entrevistadas.

Tabla 33. Relación de cooperativas de MONDRAGON entrevistadas

	Representación	Caracterización	Sector	Tamaño	Situación financiera	Estrategia empresarial
Coop1	Grupo empresarial (1 persona) y Cooperativa (1 persona)	1 mujer y 1 hombre, ambos con larga trayectoria.	Bienes de equipo	Grande, Mediana y Pequeña	Sólida	Estable
Coop2	Cooperativa (1 persona)	1 mujer, con larga trayectoria.	Automoción	Grande	Vulnerable	Crecimiento
Coop3	Grupo empresarial (1 persona) y Cooperativa (1 persona)	2 hombres, 1 de ellos con experiencia en otras cooperativas de MONDRAGON.	Servicios empresariales	Grande y Mediana	Sólida	Expansión
Coop4	Grupo empresarial (1 persona)	1 hombre, con experiencia en otras cooperativas de MONDRAGON.	Bienes de equipo, Construcción y servicios empresariales	Grande, Mediana, Pequeña y Microempresa	Sólida	Estable – crecimiento
Coop5	Cooperativa (1 persona)	1 hombre, experiencia fuera del ámbito cooperativo.	Bienes de equipo	Grande	Vulnerable	Resistente
Coop6	Cooperativa (1 persona)	1 mujer, con experiencia fuera del	Bienes de equipo	Grande	Muy vulnerable	Resistente

⁹⁴ En el momento de realizar el estudio Belen Kortabarria lidera la aplicación de la Política socio-empresarial de MONDRAGON en cuanto a temas financieros se refiere, además de poseer una experiencia previa como directora de una cooperativa de trabajo asociado del grupo cooperativo, por lo que también se han considerado sus aportaciones para la elaboración de las conclusiones.

	Representación	Caracterización	Sector	Tamaño	Situación financiera	Estrategia empresarial
		ámbito cooperativo.				
Coop7	Cooperativa (2 personas)	1 hombre y 1 mujer; 1 con larga experiencia en las cooperativas y persona sustituta.	Componentes	Grande	Muy sólida	Estable
Coop8	Cooperativa (1 persona)	1 hombre, con larga trayectoria.	Automoción	Grande	Muy sólida	Resistente
Coop9	Cooperativa (1 persona)	1 hombre, con experiencia fuera del ámbito cooperativo.	Bienes de equipo	Grande, mediana y pequeña.	Sólida	Estable
Coop10	Cooperativa (1 persona)	Mujer, con relativa experiencia	Componentes	Grande	Frágil	Crecimiento
Coop11	Cooperativa (1 persona)	Mujer, con relativa experiencia	Agroalimentario	Grande	Muy sólida	Expansión - Crecimiento
Coop12	Cooperativa (1 persona)	Mujer, con experiencia fuera del ámbito cooperativo	Bienes de consumo	Grande y Mediana	Frágil	Estable

Fuente: Elaboración propia

Para la selección de las cooperativas y su categorización (trayectoria, situación financiera y estrategia empresarial) se ha seguido el criterio de Belen Kortabarria, directora del departamento de gestión financiera de MONDRAGON, al objeto de que la misma diera respuesta a la estrategia de muestreo de máxima variación. Así mismo, se ha creído conveniente seleccionar hasta 12 casos por capacidad operativa (muestra manejable) y saturación (entendimiento teórico suficiente), en línea con lo que comenta Mertens (2005).

Como puede observarse en la Tabla 33, se ha contado con las opiniones de 15 personas, cumpliendo la paridad en cuanto a género (8 hombres y 7 mujeres), con diferentes trayectorias profesionales con larga o relativa experiencia en el puesto (dentro y fuera del grupo), representando a sus cooperativas o a los grupos empresariales en el que ejercen funciones de dirección financiera.

Por un lado, se cuenta con testimonios que representan la totalidad de sectores de actividad identificados, si bien predominan las CTA correspondientes a bienes de equipo (5 entrevistas) y una infrarrepresentación del sector de construcción (1 persona entrevistada). Por otro lado, también existe una sobre-representación de cooperativas que durante el periodo estudiado han mantenido un tamaño de cooperativa grande, siguiendo la clasificación de las empresas realizada en el análisis descriptivo de la muestra, mientras que son pocas las representaciones de empresas PYME (5 casos).

Así mismo, han participado empresas con diversidad en su situación financiera, ya que, como se aprecia en la Tabla 33, hay cooperativas encuadradas en situaciones económico-financieras muy sólidas (3 entrevistas), sólidas (3 entrevistas), frágiles (2 entrevistas), vulnerables (2 entrevistas) y muy vulnerables (1 entrevista). De forma similar, hay entrevistas realizadas a cooperativas cuya estrategia empresarial se puede considerar que se encuentra en un momento de crecimiento (4 casos), de expansión (2 casos), estable (5 casos) o resistente (3 casos).

En principio, se contaba con realizar 8 entrevistas, pensando que podía ser un tamaño muestral suficiente. Sin embargo, se creyó importante continuar al objeto de presentar una mayor variabilidad en las empresas y personas entrevistadas hasta llegar a las 12 CTA, tal y como muestra la Tabla 33. No obstante, este es un tamaño muestral apropiado por dos motivos principales: (1) debido a que, si bien no ha sido fácil dar respuesta a todos los criterios de selección de muestra determinado en el diseño de investigación del capítulo anterior, se concluye que la muestra de personas directivas y cooperativas empleada en este estudio cualitativo cumple con unos estándares suficientes de diversidad para que determinadas causas, motivos o preferencias no puedan atribuirse a sesgos producidos por entrevistar a direcciones financieras con la misma caracterización de personas o cooperativas; y (2) porque las aportaciones de las últimas entrevistas realizadas no suponían un valor informativo añadido a las entrevistas anteriores, al comprobarse que las respuestas de las nuevas repetían patrones y motivos comentados previamente por otras direcciones financieras.

Por último, cabe mencionar que todas las entrevistas han sido grabadas al objeto de transcribir los diálogos, lo cual facilita el tratamiento de la información. Posteriormente, se han sistematizado los elementos comunes de las entrevistas y se han señalado las evidencias más significativas, dejando un apartado para los temas específicos aflorados durante la entrevista que, aun no habiéndose reproducido en otras empresas, han resultado de especial interés para la investigación por aportar matices y preferencias que ayudan a explicar el comportamiento financiero de sus respectivas CTA. A partir de estas evidencias se ha confeccionado una tabla de evidencias que, por razones de confidencialidad, no se presenta incluido en el texto de esta tesis y sirve como resumen de las aportaciones de cada una de las entrevistas respecto a cada una de las cuestiones planteadas. Los resultados que se muestran a continuación están fundamentados en dichas evidencias y constituyen un elemento de contraste de la realidad de la dinámica de la estructura financiera de estas CTA de MONDRAGON.

3. Resultados

A continuación, se desarrollan las aportaciones recogidas, organizadas siguiendo los bloques de las preguntas contenidas en el cuestionario. Al inicio de cada uno, se recuerda el objetivo específico (OE) y, posteriormente, se desarrollan las ideas estructurando los apartados para tratar de dar respuesta, en la medida de lo posible, a las preguntas de investigación identificadas para cada objetivo. Si bien al inicio de cada entrevista ha sido necesario que cada persona contextualice su empresa en cuanto a su sector y las características y condicionantes de naturaleza económico-financiera (bloque I), no procede extraer conclusiones generales de las mismas al constituir resultados inherentes a la propia

cooperativa. No obstante, las aportaciones interesantes de este apartado no incluido en el texto han sido redistribuidas en otros apartados.

II. COMPOSICIÓN DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LA COOPERATIVA

Este bloque de preguntas está orientado a dar respuesta al objetivo específico OE1, que trata de “analizar la composición de la estructura financiera de las CTA de MONDRAGON de los últimos ejercicios económicos disponibles”, cuyas preguntas de investigación asociadas son: *¿Cómo es la financiación de las CTA del Grupo MONDRAGON en cuanto al empleo de instrumentos financieros de fondos propios y ajenos? ¿Cuáles son las claves de su comportamiento financiero?*

A través de las entrevistas mantenidas, se confirma que en el seno del grupo empresarial que conforman las cooperativas de MONDRAGON los fondos propios de las cooperativas están integradas, por las aportaciones obligatorias iniciales y sucesivas a capital y por otros componentes como las aportaciones de otro tipo, los fondos de reserva - obligatorios y también voluntarios - y la capitalización de los retornos e intereses no monetarizados y, en determinados casos, incluso de anticipos (concepto equivalente a los salarios en las cooperativas de trabajo asociado). De sus opiniones se extrae que, en general, el volumen de los fondos propios es relativamente menor a lo deseado o, al menos, sienten una debilidad manifiesta para gestionar la dimensión y el alcance de los mismos. Por ello, muchos creen que, financieramente hablando, el hecho de ser cooperativa resulta una desventaja frente a otros tipos de sociedades, lo que exige que deban ser más rentables para competir en el mercado.

Aunque los fondos integrados en el capital social son fundamentales para cualquier tipo de empresa, de sus opiniones se evidencia que estas cooperativas no consideran las aportaciones de las personas socias como una fuente de financiación propiamente dicha de sus empresas. Ninguna se ha planteado el crecimiento de la base social por motivos de estabilidad patrimonial, es decir, que las cooperativas entienden las aportaciones de las nuevas personas como una consecuencia de un proceso de naturaleza social, donde la persona socia trabajadora está adquiriendo un compromiso mucho más trascendente que el meramente financiero. Este hecho difiere respecto de las demás sociedades capitalistas, donde detrás de la mayoría de ampliaciones de capital se encuentra una motivación financiera.

Así mismo, es posible encontrar en estas CTA aportaciones de capital adicionales, tanto de personas socias cooperadoras como de terceras personas, instrumentadas en aportaciones voluntarias o aportaciones financieras subordinadas. En este sentido, sólo pueden realizar aportaciones voluntarias las personas que ostenten la condición de persona socia (trabajadora o de otra clase), mientras que la legislación permite suscribir aportaciones financieras subordinadas, si así lo decide la cooperativa, a terceras personas ajenas a la sociedad. Si bien su empleo como mecanismo de captación de ahorro externo no es generalizado entre las cooperativas de MONDRAGON, existe un uso específico para canalizar la intercooperación dentro del grupo, el cual se comenta en el siguiente apartado.

Todas las entidades secundan los criterios mínimos exigidos por las normas congresuales para el cálculo y la distribución del excedente, explicadas en el capítulo primero relativo a MONDRAGON. Por tanto, en estas empresas existen normas cooperativas que influyen de

forma relevante en la remuneración del capital social y en la distribución de resultados. Además, dichos criterios se encuentran supeditados al cumplimiento de determinados equilibrios y ratios, lo que, a su vez, condiciona la dotación de fondos de reserva, la monetarización de los mismos o la fijación de otros fines como el reparto del excedente entre el personal asalariado no socio. Por ello, estas normas son clave para comprender la magnitud de los fondos propios de las CTA objeto de este análisis.

Las normas corporativas son aprobadas por las sociedades integrantes del grupo cooperativo en el Congreso, donde están representadas todas las cooperativas, a propuesta del Consejo General de MONDRAGON y son una evidencia de la práctica de la intercooperación financiera entre las cooperativas del grupo. Esta intercooperación se produce tanto a nivel divisional como a nivel de grupo, en cuanto a la reconversión de resultados y la nutrición y destino de los fondos de intercooperación que, como se aprecia en el capítulo segundo en el punto relativo a MONDRAGON, sus fines se enmarcan hacia la solidaridad (compensación de pérdidas, etc.) y al crecimiento de las cooperativas. Por ello, parece que el empleo de los instrumentos de intercooperación financiera por parte de las cooperativas esté fundamentado en la situación patrimonial y la posición competitiva en la que se encuentran sus empresas. Así, se constata que estas entidades siguen unas políticas generales que influyen de manera relevante en su estructura económico-financiera y que pueden distinguirlas de otras sociedades cooperativas no pertenecientes al grupo.

Sin embargo, no ocurre lo mismo con respecto a los fondos ajenos de las sociedades cooperativas de trabajo asociado. Las direcciones financieras entrevistadas revelan inquietudes y certezas que, en su opinión, admiten asemejarse a las que podrían encontrarse en cualquier tipo de organización, salvo determinadas especificidades que se detallarán en el apartado siguiente.

En este sentido, salvo una de las cooperativas entrevistadas⁹⁵, todas las demás emplean recursos de fuentes ajenas para la financiación de sus empresas y, si bien todas las cooperativas tienen presente las bondades de la financiación otorgada por proveedores, la mayoría tiende a asociar la financiación propiamente dicha con el endeudamiento financiero. Además, realizan una clara vinculación entre el empleo de instrumentos financieros a corto plazo con las necesidades derivadas de su propia actividad económica, mientras que la contratación de instrumentos a largo plazo son fruto de un proceso que requiere de cierta planificación y posterior negociación con los proveedores de financiación.

En este punto, podría haberse intuido una relación especial respecto a la entidad financiera partícipe del grupo cooperativo, la cooperativa de crédito Laboral Kutxa, pero las distintas CTA entrevistadas dan a entender que, si bien en el pasado ha jugado un papel muy relevante en su financiación, en los últimos años ha habido una tendencia a reducir el peso relativo de esta entidad financiera en la financiación de las cooperativas pertenecientes a MONDRAGON, fruto de las políticas y normativas europeas que le son de aplicación a la entidad financiera.

⁹⁵ Esta cooperativa también alude a que posiblemente el género del colectivo de personas socias ha sido determinante para explicar la trayectoria prudente de su empresa, al ser el porcentaje de personas de sexo femenino muy elevado. La entrevistada cree que, entre otros motivos, el del género ha contribuido a que sea una cooperativa con buena salud financiera, fruto del alto grado de reinversión de resultados y el casi nulo nivel de endeudamiento.

Algo similar ocurre con la financiación captada a través de las personas socias y que conforman instrumentos financieros de pasivo, como prestamos u otros títulos, mediante los cuales ceden a la sociedad un capital a cambio de una retribución y un compromiso futuro de reembolso incondicional. Si bien cada vez son menos las cooperativas que permiten tales instrumentos, en su día llegaron a suponer importes muy relevantes en la estructura financiera de las CTA. No obstante, en la mayoría de las cooperativas en que este tipo de instrumento permanece como medio de financiación, se han establecido restricciones, tanto en el periodo de rescate como en el volumen de fondos totales captados por esta vía, estableciendo incluso importes máximos totales e individuales.

Por otro lado, muchas de las cooperativas muestran interés acerca de los instrumentos financieros alternativos a los bancarios, es decir, a la diversificación financiera. Para estas CTA esto supone ampliar su gama de proveedores e instrumentos de financiación y lo anhelan debido, posiblemente, a las limitaciones de las alternativas que suponen el incremento de los fondos propios. No obstante, en nuestra opinión y en base a las entrevistas analizadas, el comportamiento financiero referente a los instrumentos de pasivo de las CTA de MONDRAGON podría asemejarse, en general, tanto al de las cooperativas no pertenecientes a MONDRAGON como al del resto de organizaciones no cooperativas que compiten en el entorno empresarial.

III. PLANIFICACIÓN Y TOMA DE DECISIONES FINANCIERAS

Este bloque de preguntas se orienta a desarrollar el objetivo específico OE2, que trata de “Estudiar quién toma, cómo y con qué motivaciones o preferencias las decisiones de estructura financiera en las CTA en la práctica”. Las preguntas de investigación que contempla este objetivo son: *En las CTA de MONDRAGON ¿quién y cómo adoptan las decisiones de financiación y sus alternativas? ¿Qué preferencias o motivaciones influyen en la adopción de decisiones de financiación?*

Los siguientes resultados se van a organizar según las fuentes de financiación, agrupando los comentarios en fondos propios, por un lado, y los relativos a fondos ajenos, por el otro. Así mismo, en la sección correspondiente a fondos ajenos se hace una especial mención a la diversificación financiera por las especificidades que presenta respecto de la financiación ajena tradicional. No obstante, se comienza por recoger los resultados generales relativos a la planificación y toma de decisiones financieras.

Prácticamente todas las direcciones financieras entrevistadas realizan una planificación financiera a largo plazo coincidiendo con el proceso de reflexión estratégica, en la cual se proyecta la futura estructura financiera de la cooperativa. Ello les permite analizar las preocupaciones de naturaleza financiera que más inquietan a cada cooperativa, que en general, son diferentes y suelen aludir a dificultades derivadas de sobreendeudamiento, a desequilibrios en la estructura de vencimientos, a la falta de liquidez, al riesgo de descapitalización o a problemas de estabilidad patrimonial de la cooperativa.

Sin embargo, todas asumen que difícilmente se acierta en esta planificación y por ello, salvo en las cooperativas cuya posición competitiva es continuista o de cierta estabilidad en el que la gestión es más reactiva, la mayoría de CTA apoya estas proyecciones con presupuestos anuales, análisis de ratios o balances previsionales de menor horizonte, incorporando planes de inversiones y de financiación con menor certidumbre. Así, admiten

emplear el resultado de estas herramientas para la toma de decisiones de estructura financiera. No obstante, sólo se proyecta la parte más cuantitativa (como volumen de fondos propios y ajenos) y, en menor medida, elementos cualitativos (como los tipos de instrumentos financieros o proveedores de financiación a emplear, la facilidad de acceso a la financiación, etc.).

Por ello, las personas entrevistadas parecen indicar que las decisiones de estructura financiera parten de la dirección de la cooperativa, los cuales consideran los retos estratégicos y la posición que la empresa va a adoptar ante los mismos. Al menos en el ámbito de su competencia, ya que en lo relativo a los instrumentos de patrimonio neto, son los órganos de las cooperativas quienes tienen la función de aprobar determinadas decisiones que implican directamente a la composición y al volumen de los fondos propios. En este sentido, las decisiones de distribución de resultados o la emisión de instrumentos financieros como las aportaciones voluntarias o subordinadas competen a la asamblea general, a propuesta del consejo rector. No obstante, muchas direcciones entrevistadas comentan que ya sea el consejo de dirección o la propia dirección financiera, tienen una intervención relevante en la decisión cuando se pretende una mayor proporción que el exigido en normativa. Así, algunas veces se presentan las propuestas de distribución del excedente con las mejoras que se producirían en las principales ratios de la cooperativa. Alguna cooperativa menciona que una cooperativa debe tener suficiente recurso propio como para estar preparados no para la mejor época, sino que para la peor. No obstante, cuesta determinar una dimensión adecuada de los fondos propios más concreta, ya que en la mayoría de los casos las personas entrevistadas sienten no poder hacer mucho más allá de inducir una política de mayor autofinanciación, obviando el resto de posibilidades de incrementar el patrimonio neto.

Por el contrario, cuando se trata de recursos ajenos las direcciones financieras sienten una mayor capacidad de acción, aunque no parece estar clara la matriz de decisión. En todas ellas es común que se realice un control financiero a partir de la información presentada en el consejo rector, pero existe disparidad sobre qué decisiones y cómo las toma quién. Existen casos en los que toda contratación de cualquier instrumento de endeudamiento pasa por la aprobación del consejo rector, mientras que en otras se otorga plena autonomía a las direcciones financieras y sólo informan para el seguimiento general del máximo órgano de gestión. Y en este contexto, la mayoría de personas entrevistadas dejan entrever que las figuras de la dirección financiera y la gerencia influyen de forma muy significativa en las decisiones de estructura financiera de la sociedad.

Sin embargo, el control de gestión por parte del consejo de dirección y el consejo rector también tiene su lado negativo, en cuanto que no siempre todos los miembros que lo componen tienen una formación financiera suficiente, lo cual puede ser una fuente de problemas de asimetría informativa. Las personas entrevistadas reconocen que el control de gestión de la CTA se realiza, mayoritariamente, basándose en la cuenta de explotación, mientras se lamentan de mirar más bien poco al balance de situación, siendo este un estado financiero más ligado a la sostenibilidad futura de la empresa.

En este contexto, creen que las siguientes acciones podrían mejorar dicha situación:

- ❖ Inculcar a los miembros de los órganos y equipos una cultura financiera más orientada al seguimiento del balance de situación de la cooperativa.

- ❖ Una política financiera compartida por los órganos implicados que contenga guías para la adopción de decisiones de estructura financiera, independiente del director financiero, el gerente o miembros con poder de los órganos.

En cuanto a comprender las preferencias o motivaciones sobre los instrumentos financieros, es necesario ahondar en el empleo de cada uno de los instrumentos financieros, por lo que a continuación se presentan los resultados agrupándolos en fondos propios y ajenos.

FONDOS PROPIOS

Las sociedades cooperativas de MONDRAGON entrevistadas asocian el patrimonio común generado de sus cooperativas al legado que las personas socias dejan a los futuros miembros de la cooperativa. Dejan entrever las dificultades ya conocidas de incrementar los recursos propios de este tipo de sociedad y, a pesar de ello, demuestran una voluntad de dejar la cooperativa en mejor posición de lo que la han encontrado en cuanto a situación económico-financiera se refiere.

Por otro lado, destaca la contundencia con la que las personas entrevistadas no consideran estos recursos como una fuente de financiación importante de la empresa. En este sentido, como se ha comentado en el apartado anterior, ninguna CTA contempla la posibilidad de dar entrada a nuevas personas socias de trabajo con fines exclusivos de incrementar capital social, sino que existe una relación fundada entre el incremento de la base social con la evolución de la actividad cooperativizada, descartando cualquier justificación financiera. Por otro lado, reconocen que realmente, en su conjunto, no son suficientes para abordar las inversiones que hacen falta para ser competitivo y los esfuerzos en capital adicional y obligatorio sólo se han producido en situaciones extremas, más allá de los esfuerzos que han podido producirse en capitalización de retornos, intereses o anticipos (normalmente, pagas extraordinarias), y siempre después de realizar ajustes en salarios y jornadas de las personas trabajadoras. Así mismo, las direcciones financieras entrevistadas aseguran que, en cualquier caso, el efecto de las aportaciones de nuevas personas socias es relativamente pequeño y, por tanto, no aprecian un empleo relevante del mismo para la consolidación de la cooperativa considerando, además, que el compromiso que se adquiere para con la persona socia va más allá de la función que cumple el capital aportado.

Además, aunque la aceptación de nuevas personas socias suponga la entrada de fondos en la sociedad, la diferencia respecto del capital saliente es muy grande. Manifiestan que la persona socia que abandona la cooperativa puede solicitar que se le reembolse el saldo de su “cartilla”⁹⁶, lo cual suele producirse, a no ser que la cooperativa decida rehusar su devolución⁹⁷. Si bien es una posibilidad plausible, las distintas direcciones de las CTA consultadas confirman que habitualmente se reembolsa todo el capital acumulado por la

⁹⁶ Denominación de naturaleza más coloquial utilizado para referirse al documento que recoge todos los movimientos relativos a las aportaciones de la persona socia y a los derivados de las operaciones de individualización de resultados de la cooperativa a favor del socio.

⁹⁷ Como se comenta en el capítulo I, todas las cooperativas pertenecientes realizaron el pertinente cambio estatutario para transformar las aportaciones de las personas socias del tipo recogido en el art. 60.1 a) a aportaciones tipo art.60.1 b), tal y como refrende Arenaza (2009).

persona socia, inmediatamente o dentro de los plazos marcados por la ley, en función de las disponibilidades de efectivo de la cooperativa.

Por el contrario, aunque exista la posibilidad de mantener dicho capital en la sociedad mediante la figura de persona socia inactiva, no parece que sea una opción generalizada en las cooperativas entrevistadas de MONDRAGON. Por las características de estos instrumentos, los capitales propiedad de las personas socias inactivas pasan a ser prestamos de estos a la cooperativa y, por tanto, se reclasifican como pasivos exigibles perdiendo su virtud como fortalecedoras del patrimonio neto cooperativo. Así mismo, en los casos en los que la cooperativa aprueba la existencia de personas socias inactivas, sus aportaciones conservan la fórmula retributiva del resto de aportaciones al capital social, por lo que, en comparación con otros instrumentos financieros, afirman que es una fuente relativamente costosa frente a otras alternativas. Ante este inconveniente, una cooperativa entrevistada da cobertura a las solicitudes de mantener la condición de persona socia como inactiva manteniendo un capital simbólico (mil euros), evitando el sobre coste de los recursos a la par que conservan el vínculo con la cooperativa de la que han sido socias.

Así mismo, son varias las cooperativas entrevistadas que emplean o han empleado las fórmulas permitidas por la ley de cooperativas para aplazar las devoluciones de capital acumulado por la persona socia que causa baja, siendo su motivación principal los problemas de liquidez o el riesgo de descapitalización de la cooperativa. Alguna cooperativa ha comentado que adoptar este tipo de decisiones, al menos, les ha permitido no incrementar el endeudamiento. Por tanto, aunque el problema de la descapitalización está presente en las entrevistas, salvo algún caso, parece que es un tema actualmente controlado por las cooperativas ya que varias ya cuentan con previsiones de salidas futuras y adoptan medidas para que ello tenga las menores implicaciones en la buena marcha de la sociedad.

Por otro lado, da la impresión que, salvo excepciones, la aceptación de aportaciones de otro tipo (voluntarias, subordinadas, etc.) realizadas por personas socias a la cooperativa está en retroceso y hoy día su uso no está tan extendido. Varias cooperativas exponen que en su día no hubo más remedio que abrirse a este tipo de instrumentos debido al problema de acceso a la financiación que sufrían las cooperativas. Pero algunas de las que en el pasado se han valido de ellas, han cambiado de parecer y las están amortizando e, incluso, prohibiendo realizar nuevas emisiones. Las cooperativas entrevistadas creen que es muy arriesgado que las personas socias concentren tanto su trabajo como sus ahorros en la misma entidad. Además, apuntan que la persona socia no es un inversor profesionalizado, por lo que a veces les cuesta entender ciertas medidas adoptadas en las cooperativas y pueden adoptar comportamientos inoportunos, pudiendo provocar, incluso, un efecto dominó respecto a otros proveedores de financiación (al retirar capital las propias personas socias que cuentan con mayor información).

Por otro lado, la fórmula de emitir aportaciones financieras subordinadas con vencimiento en la liquidación de la sociedad para captar ahorro con el fin de engrosar los fondos propios ha tenido un uso testimonial, quizás atenuado también por la polémica suscitada por las denominadas como participaciones preferentes y por la quiebra de Fagor Electrodomésticos (FED), cooperativa insignia del grupo cooperativo, que tampoco pudo hacer frente a las aportaciones subordinadas emitidas en la liquidación de la sociedad.

En conclusión, todas las personas consultadas señalan que la forma más sencilla de incrementar los recursos propios de una cooperativa es la retención de resultados mediante la dotación de fondos de reserva. En este sentido, todas las cooperativas pertenecientes a este grupo empresarial están sujetas a las normas congresuales, explicadas en el capítulo II de esta tesis. Sin embargo, varias CTA consultadas disponen de políticas más restrictivas que las que marca la propia normativa de la corporación, en general, determinando un porcentaje de retornos máximo (una vez satisfechos los intereses y determinado las cuantías de las reservas obligatorias) y destinando a Fondos de Reserva Voluntarios el resto del excedente disponible a distribuir.

Otras, en cambio, se ciñen taxativamente a la citada normativa de distribución de excedentes y reparten lo máximo permitido al patrimonio individual de la persona socia según las ratios que presentan las cooperativas, dando salida, inmediatamente -monetizando- o en el momento de solicitar el reembolso de su aportación por causar baja capitalizando -, a estos resultados obtenidos en el ejercicio económico. Sin embargo, varias personas entrevistadas detectaban incongruencias en estas normativas, corregidas en parte en su última actualización, ya que incluso con los límites dispuestos daban lugar a situaciones donde se podía retribuir el capital en forma de intereses en épocas de resultados negativos o pasar de un ejercicio con ajustes salariales al cobro de intereses. Una situación similar se produce respecto al destino que las cooperativas les otorgan a los fondos obtenidos fruto de la reconversión de resultados. Si bien las cooperativas destinatarias son soberanas para decidir la distribución de sus resultados una vez producida la reconversión de resultados, no parece una medida coherente que estos importes se distribuyan entre un colectivo de personas socias las cuales no han participado en su generación. Por ello, algunas direcciones lamentan que el propio colectivo no sea más estricto en la aplicación de la normativa con el fin de una autorregulación en la política de distribución de excedentes.

Otras cooperativas se posicionan en situaciones intermedias, donde consideran el plan financiero a la hora de distribuir el excedente y acuerdan dotar fondos de reserva voluntarios de diferente naturaleza (libre disposición o restringidos a la compensación de pérdidas futuras). Esto les permite, en años de bonanza, individualizar y, posteriormente, monetizar las reservas de libre disposición, manteniendo los fondos en el patrimonio neto, si el ejercicio no ha sido como esperaban. Así, las cooperativas consiguen minimizar la volatilidad y estabilizar la política de distribución de resultados, para no salir perjudicadas en los años en que se requiera una gran autofinanciación para inversiones. Por tanto, una vez dotados los fondos de reserva obligatorios, puede existir cierta preferencia, más allá de lo que exigen las normas, de dotar fondos de reserva voluntarios y de capitalizar ciertos conceptos retributivos (intereses o retornos), sobre todo en aquellos casos en los que es necesario reforzar los fondos propios de la cooperativa. Sin embargo, varias personas entrevistadas aluden a que la capitalización de estos conceptos es una medida positiva, pero advierten de que no hay que olvidar que es un capital que tarde o temprano termina saliendo de la cooperativa, por lo que no es una medida completamente efectiva para el reforzamiento del patrimonio neto cooperativo. Y, desde el punto de vista de la persona socia, aunque la capitalización con motivo de reforzar los fondos propios es una medida que, contextualizada, es bien acogida, no se puede hacer eternamente, al menos si la situación ha mejorado.

Analizando las respuestas de las direcciones, da la impresión de que el histórico de resultados, los hábitos en cuanto a la distribución de dichos resultados, la asimetría de información existente y el trabajo de sensibilización realizado con mayor o menor éxito, pueden explicar, en gran medida, la posición en la que se encuentra cada cooperativa respecto a la política de distribución del excedente. En este sentido, varias personas directivas consultadas reconocen que han aprovechado un momento delicado de la empresa para reflexionar sobre valores y principios cooperativos, sobre un mal balance de situación o las consecuencias del destino del resultado, a través de acciones formativas (internas y externas) o actuaciones de sensibilización que han dado lugar a políticas de autofinanciación más orientadas al reforzamiento de los fondos propios de la cooperativa.

En el otro extremo, en situaciones de resultados negativos, parece que pocas han llegado a aplicar extornos (y hablan de un pasado muy lejano) o a utilizar la cuenta de individualización de las pérdidas, si bien ha habido algún caso. De hecho, la normativa revisada no permite emplear en un mismo ejercicio económico un porcentaje alto de las reservas disponibles para este fin, lo cual puede derivar a un mayor uso de los mecanismos de imputación de la pérdidas sociales al patrimonio individual de la persona socia.

Por último, queda en evidencia que las cooperativas de este grupo disponen de mecanismos de intercooperación financiera, las cuales pueden emplear para ejecutar sus planes de crecimiento o de competitividad, articulados por entidades como Mondragon Inversiones, explicados en el capítulo II. Existen distintas fórmulas, pero las más comentadas son aquellas orientadas al reforzamiento de los fondos propios de las sociedades cooperativas⁹⁸. Así, varias cooperativas entrevistadas son o han sido beneficiarias de estos fondos y valoran satisfactoriamente esta vía, dado que les ha permitido incrementar los recursos propios de la cooperativa, debilidad manifiesta en este tipo de sociedades. En este sentido, dan entrada a una persona socia de carácter institucional (distinta a personas socias cooperadoras de trabajo) que, mediante la suscripción de aportaciones financieras subordinadas pueden llegar a detentar una participación en el capital de la cooperativa beneficiaria. No obstante, una entrevistada ha comentado que tales aportaciones, al ser de un carácter estratégico relevante, pueden llegar a suponer una proporción considerable en los fondos propios de la cooperativa de destino, lo cual debiera limitarse por el riesgo de desnaturalizar la cooperativa al poder llegar a tener a una institución, y no a sus personas socias de trabajo, como la propietaria con mayor capital en la misma. Sin embargo, ese capital no se traduce en mayor control en los órganos de gobierno, es decir, ni en la asamblea general ni en el consejo rector.

Así, varias cooperativas que han percibido estos fondos apuntan que ha sido una ayuda fundamental en situaciones de creación de nuevas empresas, constitución de filiales, crecimiento empresarial y en momentos delicados para su competitividad. Otros, en cambio, han solicitado ayuda para paliar un problema de liquidez importante, a lo que la entidad ha accedido. Sin embargo, las personas entrevistadas opinan que el apoyo de Mondragon Inversiones en todas sus vertientes es, y así debe ser, una medida temporal y no una solución estructural a largo plazo para las cooperativas partícipes.

⁹⁸ Un grupo cooperativo que no es partícipe de Mondragon Inversiones pero que ha constituido una entidad de similares características expone que utilizan este vehículo básicamente para reforzar el patrimonio neto de las cooperativas que la integran, al no tener sentido que dicha entidad se dedique a la concesión de instrumentos de pasivo.

Belen Kortabarria, como responsable de la Gestión financiera de MONDRAGON, comenta que si estos vehículos de inversión no existieran los estarían inventando dadas las necesidades que presentan las sociedades cooperativas para reforzar sus recursos propios. Por tanto, reconoce a estos fondos de intercooperación ciertas ventajas respecto a otros fondos de inversión, al ofrecer una relación amigable con la cooperativa, sin exigir poderes políticos o de voto en los órganos de gobierno y acordando una retribución flexible para estas aportaciones. Cree que es una fórmula interesante en tanto que se retribuye a la aportación de Mondragon Inversiones al igual que a las personas socias de trabajo, tanto si existe dicha retribución como si no. Por tanto, en caso de pérdidas Mondragon Inversiones no percibe remuneración alguna por los fondos aportados a la cooperativa. Sin embargo, algunas voces han tildado a esta fuente de financiación de “costosa”, al poder llegar a retribuirse un porcentaje alto, si así se le retribuye también a la persona socia. Pero las entrevistas realizadas dejan entrever que, a menudo, las comparaciones se realizan respecto a otros instrumentos financieros, considerados pasivos para la empresa, no siendo equiparables por la distinta naturaleza de las alternativas. Así mismo, la impresión de que Mondragon Inversiones resulta costosa puede producirse debido a que para este juicio sólo se hayan considerado los periodos en los que la cooperativa ha tenido resultados positivos o muy positivos; obviando los ejercicios en los que no se ha retribuido estas participaciones por haber presentado pérdidas.

Por otro lado, las cooperativas también dotan fondos de intercooperación cuyo fin es la compensación de pérdidas a través de canalizar la solidaridad del resto de cooperativas del grupo, como se apunta en el marco de financiación comentado en el capítulo II y cuya entidad gestora es la Fundación Mondragon. No es algo que haya trascendido mucho en las entrevistas realizadas, aunque el empleo de estos y otros mecanismos, como la reconversión de resultados, sea un hecho positivamente valorado y contrastado.

FONDOS AJENOS

Las cooperativas entrevistadas distinguen en el empleo de instrumentos financieros aquellos denominados como tradicionales, cuyo origen es mayoritariamente bancario, y otro bloque de instrumentos calificados como alternativos a los bancarios, en el que incluyen fórmulas de financiación que les permite diversificar, o bien el instrumento empleado, o bien el proveedor que lo otorga.

En primer lugar, con respecto a la financiación a corto plazo, aquella en la cual su plazo de amortización es menor a un ejercicio económico, las direcciones financieras asocian esta financiación a las características de su actividad económica en cuanto a su periodo de maduración. Por ejemplo, en el sector servicios, donde el elemento fundamental es la mano de obra, el mayor compromiso de pago es la nómina, por lo que este tipo de cooperativas dimensionan la financiación a corto plazo considerando esta variable.

Generalmente, para cubrir este tipo de necesidades se sirven de prestamos a corto plazo o por líneas de crédito, reconociendo que son instrumentos financieros adecuados para cubrir las necesidades que derivan de la actividad de sus empresas. En este sentido, todas las cooperativas entrevistadas tienen abiertas líneas de crédito con entidades financieras, pero por sus comentarios dan a entender que, en la coyuntura actual, o han dispuesto poca cantidad del importe concedido o no lo están disponiendo, dada la poca diferencia existente actualmente en cuanto a diferenciales respecto a otros instrumentos financieros, tanto de

corto como de largo plazo. Reconocen este hecho como un motivo de tensión con las entidades financieras, dado que las líneas de crédito concedidas les consume riesgo a las entidades prestamistas y las empresas apenas estarán pagando las retribuciones por no disposición. Por ello, la principal motivación de contar con este tipo de instrumento es la salvaguarda que ofrece a las cooperativas el poder contar con estas líneas en los supuestos de necesidad o para cubrir imprevistos.

Sin embargo, comentan que en el pasado las empresas han funcionado con la financiación de corto plazo como si se tratara de una financiación a largo. Al haber renovaciones constantes del crédito las empresas no eran conscientes del riesgo que entrañaba emplear este recurso con menor coste financiero que una con mayor plazo de amortización. No obstante, esta tendencia cambió después de la crisis financiera, al sufrir las restricciones de crédito que las entidades financieras trasladaron al tejido empresarial y hubo reducciones de importes concedidos y/o cancelaciones de líneas. Por ello, muchas cooperativas apuntan que tener desequilibrios en plazos y/o concentrar todas las líneas de crédito a corto plazo en una misma clase de proveedor sigue siendo muy arriesgado, dado que el sector financiero está cambiando mucho (fusiones, normativas del sector, etc.) y ello las hace más vulnerables. Las direcciones entrevistadas comentan como aspecto negativo que la dependencia hacia el corto plazo les ha obligado a tener que sentarse a negociar con las entidades en una posición de desventaja.

Por el contrario, otras CTA manifiestan encontrarse en una situación tan privilegiada en la que todas las entidades financieras les ofrecían financiación aun no necesiéndola. Por consiguiente, todas las cooperativas admiten que en la actualidad (año 2018-19) están contratando instrumentos de financiación a largo, incluso las que no les hace falta. Justifican este comportamiento asegurando que las condiciones actuales son inigualables y que, ante la incertidumbre sobre la evolución de los tipos de interés y diferenciales a futuro, prefieren “abastecerse” de financiación ahora. Algunas cooperativas están aprovechando el momento para reequilibrar sus balances, es decir, están en un proceso de sustitución de deuda a corto por financiación a más largo plazo. Lo comentan incluso las cooperativas que se encuentran en una peor situación financiera, ya que tratan de financiar a través de todo su pool bancario toda inversión que se les presente a largo plazo, dadas las dificultades y costes adicionales asociados a las refinanciaciones (costes, *covenants*, etc.).

A pesar de esta situación, las direcciones financieras siguen convencidas de que tiene que haber una coherencia entre el plazo de las inversiones y el vencimiento de la financiación. Por tanto, la madurez de la deuda debe ser acorde a la estructura del activo que financian. Sin embargo, ha habido varias cooperativas que en el pasado han permitido la suscripción de instrumentos de pasivo por parte de las personas socias adoptando, básicamente, la forma de préstamo personal a la cooperativa. Como se ha comentado anteriormente, varias sociedades se embarcaron en estas operaciones cuando se creía que el acceso a la financiación era algo más restringido y, en ocasiones, en momentos de cierta debilidad, demostrando una apuesta fuerte de las personas para con la entidad de la que son partícipes. Sin embargo, estos instrumentos otorgaban tantas facilidades para el rescate del capital que, en determinados casos, no podía hacerse una previsión fiable de los fondos disponibles a medio - largo plazo. Un director financiero describe a estos instrumentos como “el capital más cobarde que hay, ya que huye cuando más se le necesita”, por lo que para que el sistema funcione es imprescindible la plena confianza del colectivo de personas

socias para con el devenir de la cooperativa. Otras direcciones financieras, por el contrario, consideran que mantener este tipo de instrumentos activo les proporciona otra alternativa adicional para cubrir necesidades futuras.

En este sentido, las direcciones financieras también son conscientes de que las entidades financieras tradicionales tienen un comportamiento similar frente a otros organismos o agentes que otorgan o ayudan en la obtención de financiación (organismos o empresas públicas, etc.). Por ello, ante posibles restricciones provenientes del sistema financiero tradicional estas otras entidades, al funcionar con otras reglas o limitaciones, puede erigirse en una solución adecuada para cubrir sus necesidades. Así, las personas entrevistadas entienden que las cooperativas no pueden ser cautivas de los reajustes de otros, aludiendo al sector financiero, por lo que claramente se decantan por abordar procesos que les garantice accesibilidad a la financiación en todo momento. Por tanto, las personas entrevistadas abogan por diversificar las alternativas de financiación en cuanto al número y tipo de proveedores, lo que se explicará en la siguiente sección de este apartado.

Diversificación financiera

Dicen las personas entrevistadas que el primer paso hacia la diversificación ha sido la ampliación del número de entidades financieras con las que trabajan, es decir, su pool bancario y en este sentido, varias cooperativas han intentado operar también con bancos globales. Exponen que en el sector bancario español no existen bancos globales de este tipo, sino que consideran que son entidades internacionalizadas con implantaciones locales. Cuando han acudido a ellas, hasta las más grandes cooperativas se han dado cuenta que si no se supera un volumen de facturación elevado (por encima de mil millones de euros) las entidades bancarias que ellos consideran globales les derivan a sus filiales locales.

Por otro lado, cuando han intentado obtener financiación de entidades bancarias de otro país en el que la cooperativa este implantada, tampoco ha resultado satisfactorio, dado que en ese país la cooperativa es desconocida, no tiene notoriedad y sus filiales son de menor tamaño y, por tanto, requiere mucho esfuerzo conseguir un volumen de financiación limitado y en condiciones peores que la que puede negociar desde la matriz.

Las cooperativas también han abordado operaciones con otros agentes, distintos de las tradicionales entidades financieras, como pueden ser las sociedades de garantía recíproca como Oinarri, Elkargi, etc. Si bien no otorgan financiación propiamente dicha, ayudan en su negociación mediante la concesión de avales, por lo que las cooperativas entrevistadas las encuadran como una fórmula de diversificación financiera más.

Además, muchas personas de las entrevistadas exponen la conveniencia de abordar proyectos mediante planes de competitividad o programas promovidos por entidades públicas como los programas del Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI) u otros organismos que fomentan actividades de I+D+i entre el tejido empresarial de nivel regional, estatal o europeo. Disponen de condiciones muy ventajosas, con años de carencia y plazos amplios de devolución, costes mínimos o subvencionados, etc. Por ello, hay cooperativas que solicitan estas operaciones sin necesidad expresa, dada la estabilidad y seguridad que ofrece este tipo de financiación. Por tanto, se obtiene financiación bonificada para algo que podrían hacer sin esta fuente. Es más, varias

cooperativas tienen personas dedicadas a la búsqueda de financiación de este tipo de proyectos, ya sea de forma descentralizada e integradas en los propios equipos promotores, o bien como una rama específica del área de innovación. No obstante, algunas de ellas comentan que estos instrumentos resultaron fundamentales para la financiación de sus cooperativas en la etapa de crisis financiera, ante el racionamiento del crédito impuesto por las entidades financieras. Sin embargo, a medida que se inició la etapa de recuperación, estos programas han establecido condiciones más exigentes, perdiendo cierto atractivo respecto a otros instrumentos tradicionales. Sin embargo, la mayoría de personas entrevistadas siguen mostrando su preferencia por este tipo de programas por las ventajas que ofrecen, siempre que dispongan de proyectos financiables.

En su afán de diversificación, las cooperativas han dado entrada como proveedor de financiación a entidades financieras de naturaleza más institucional como a Luzaro, el Instituto Vasco de Finanzas (IVF) o el Banco Europeo de Inversiones (BEI). Las personas entrevistadas afirman que son entidades que presentan un criterio distinto frente a las entidades más tradicionales a la hora de viabilizar ciertas operaciones, si bien cada una oferta determinadas condiciones que no son accesibles para todo tipo de cooperativas. Por ejemplo, comentan que el volumen de fondos mínimo a solicitar al BEI es alto para el tamaño medio de cooperativas de MONDRAGON.

Incluso han abordado procesos de internacionalización con ayuda de la Compañía Española de Financiación del Desarrollo (COFIDES), la cual financia la participación de las matrices en filiales extranjeras. En este punto comentan estar dispuestos a contratar otros productos, aun siendo un poco más caros, si ello aporta estabilidad o seguridad a largo plazo. Por ello, parece que en estas entidades buscan aquello que difícilmente pueden ofrecerles las entidades financieras con las que trabajan, es decir, condiciones de plazo, carencias, menores garantías, especialización (p.e. implantaciones de filiales), etc. No obstante, una desventaja de este tipo de entidades es la menor capacidad de negociación, que se reduce aún más cuanto mayor sea la necesidad de financiación.

Por tanto, se puede afirmar que varias cooperativas han iniciado un proceso hacia la diversificación financiera, aunque todavía les queda camino por recorrer. No obstante, todas coinciden en los aspectos positivos de dicho proceso que, además, permite a la empresa ganar en poder de negociación frente a su proveedor de financiación habitual: la banca. Además, remarcan la importancia de la anticipación en el sentido que estos procesos deben realizarse cuando la cooperativa goce de buena salud financiera y no tenga una necesidad imperiosa de financiación. Sólo así se podrán abrir nuevas puertas con el fin de minimizar el riesgo de concesión y de renovación que conlleva concentrar gran parte de la financiación en un proveedor que tradicionalmente para las cooperativas ha sido el sector bancario.

Por otro lado, algunas cooperativas reconocen haber pecado en pensar que las estructuras financieras de otros países son similares a las que presentan las empresas españolas, donde un porcentaje muy elevado proviene de la financiación bancaria (un entrevistado aportaba la referencia del 85%). Así, algunas de las cooperativas más internacionalizadas han detectado ciertos obstáculos para financiar sus filiales al tratar de replicar estructuras que mantienen en sus matrices, debido a que en algunos de esos países la financiación procede, mayoritariamente, de mercados financieros organizados.

En este sentido, las cooperativas de mayor tamaño entrevistadas están dando pasos, o al menos preparándose, para acceder a un campo poco explorado por las CTA como son los mercados financieros de renta fija. Así, están obteniendo ratings de agentes de calificación, hablando con posibles inversores, analizando implicaciones de transparencia e información, etc. para acceder a estos mercados. Las entidades que más han avanzado en este terreno recomiendan empezar este proceso emitiendo a corto plazo en forma de pagarés. De este modo, la cooperativa puede ir ganando notoriedad en el mercado, al objeto de que los inversores vayan conociendo su entidad; y cuando esto ocurra, pasar a emitir títulos a largo plazo en unas condiciones más favorables.

Así mismo, algunas cooperativas han diseñado estructuras tipo holding, entre otros motivos, para acomodar y facilitar posibles entradas de agentes, fondos o inversores privados a operaciones de participación en fondos propios, a los que no consiguen llegar manteniendo la estructura jurídica actual. No obstante, el modelo cooperativo ordinario no permite una entrada sencilla o tradicional en los fondos propios a aquellas personas que no reúnan los requisitos para ser consideradas personas socias.

En este sentido, algunas cooperativas comentan que son varios los fondos de inversión que se han acercado a sus empresas con ánimo de proponer alguna operación, pero por diferentes motivos, ninguna ha prosperado. Entre ellos, algunas direcciones entrevistadas destacan:

- La falta de conocimiento de lo que es una cooperativa y su modelo de gobernanza, incluso aunque el planteamiento se haya hecho para entrar a través de un holding. Además del negocio, valoran al equipo que hay detrás.
- El tamaño de las operaciones. Los fondos tienen intereses en operaciones muy grandes y las que las cooperativas pueden proponer no llegan a esos *tickets* o volúmenes.
- La opacidad de la información. Las cooperativas no están habituadas a suministrar grandes cantidades de información periódica más allá de a sus personas socias, lo que contrasta con las necesidades de información pública y transparencia que demanda el inversor privado.
- La situación económica. Quizás el momento en el que se ha planteado la operación la cooperativa no tenía una situación económico-financiera que ofreciera suficientes garantías.
- La desconfianza hacia los fondos. Las cooperativas no pueden tener toda la certeza acerca de las intenciones y objetivos del fondo de inversión (obtener rentabilidad a corto plazo, liquidación de la sociedad, ...).

Por todo ello, las cooperativas reconocen que dar entrada a un colaborador como estos suele ser complicado y más si cabe, si la participación se quiere materializar a través de instrumentos de patrimonio neto. Una cooperativa relata una experiencia realizada a través de una filial extranjera: reconoce que para el inversor participar en una sociedad dependiente no resulta una operación tan interesante, debido a que sus filiales no disponen de un tamaño suficiente como para considerarlas de su interés en este tipo de operaciones. Otra persona entrevistada reflexiona sobre la posibilidad de incluir varias filiales en un mismo paquete al objeto de sumar atractivo inversor; pero quien comenta esta opción asegura que las personas inversoras quieren entrar donde reside el *core* del negocio. Sin

embargo, las cooperativas no están dispuestas a ello, porque implicaría ceder poder de decisión, cambiar la gobernanza, etc. y, en consecuencia, desnaturalizar la cooperativa.

IV. CONTRASTE DE LAS TEORIAS FINANCIERAS

Este bloque de preguntas se orienta a desarrollar un objetivo específico relevante, al tratar de responder al objetivo OE3 relativo a “explorar el alcance sobre la aplicabilidad de los fundamentos de las teorías de estructura financiera a las CTA de MONDRAGON”. Así, las preguntas de investigación asociadas a estos objetivos son: *Las CTA del grupo cooperativo MONDRAGON ¿se marcan un objetivo de nivel de endeudamiento máximo? ¿Responde este nivel a los fundamentos de la teoría del trade-off? En el momento de adoptar decisiones de estructura financiera, ¿siguen un orden preferente en cuanto a las fuentes de financiación? Y este orden preferente, ¿coincide con la jerarquía planteada en la teoría del pecking order? Por tanto, ¿en qué medida pueden las teorías sobre estructura financiera explicar el comportamiento financiero de este tipo de sociedades?*

De las entrevistas realizadas se concluye que no existe una búsqueda exhaustiva de la estructura financiera óptima para la cooperativa, aunque es un aspecto que se cuida. A través de las conversaciones realizadas se ha acuñado el término Estructura financiera sostenible (EFS) - en vez de óptima -, que representa mejor aquello en lo que inciden desde las direcciones financieras, es decir, una estructura financiera capaz de responder a la estrategia competitiva de la empresa, pero con la suficiente fortaleza para aguantar una crisis inesperada.

Además, parece que las dos teorías financieras más relevantes que tratan de explicar la estructura financiera de la empresa podrían tener cabida para explicar las decisiones en las sociedades cooperativas: la teoría del *trade-off* o del equilibrio estático, que engloba aquellas teorías basadas en la minimización de los costes derivadas de las distintas imperfecciones y la teoría del *pecking order*, teorías basada en la asimetría de información y que establece una jerarquización de las fuentes de financiación de la empresa. A continuación, se desgranar las razones que justifican, aunque sea parcialmente, la aplicabilidad de cada una de estas teorías a las CTA entrevistadas.

TEORÍA DEL TRADE-OFF O EQUILIBRIO ESTÁTICO

En general, las empresas entrevistadas fijan un nivel adecuado o máximo de deuda, que aproveche las virtudes del uso del endeudamiento hasta un determinado nivel sin que este llegue a ser excesivo. Sin embargo, sus causas o motivaciones no parecen descansar, o no únicamente, en las imperfecciones relacionadas con esta teoría, tal como se comenta en los próximos párrafos.

Más que un apalancamiento concreto las distintas direcciones se marcan rangos ideales dentro de los cuales declaran sentirse cómodas. No obstante, y aunque todas señalan manejar ciertos indicadores como la ratio de independencia, la de endeudamiento o la de calidad de la deuda para su fijación, dependiendo de la cooperativa se es más o menos estricto en su cumplimiento. En algunas, cuando la CTA se desvía del indicador en cuestión se toman medidas inmediatamente, mientras que, en otras, aun encontrándose lejos de dichas ratios se procede a explicar en los órganos rectores la situación con el fin de exponer

la estrategia para reconducir dicha posición en el futuro. Por ello, en las cooperativas de trabajo asociado no siempre se ajusta la composición del mix óptimo o, por lo menos, no se sustituyen unos fondos por otros con la misma velocidad o agilidad con que podrían hacerlo las sociedades capitalistas. Una de las causas principales de este retardo en el ajuste puede encontrarse en las especificidades de su patrimonio neto, al no disponer en cualquier momento y con volúmenes adecuados de mecanismos para reforzar sus recursos propios.

Para la elección de la estructura financiera sostenible, un criterio ampliamente comentado, es el del coste de los fondos. Las direcciones entrevistadas consideran que el recurso propio de las sociedades cooperativas es un recurso “más caro” comparado con otros instrumentos financieros de pasivo. Esto se debe a que, si bien su retribución se encuentra limitada tanto por la legislación cooperativa como por las normas congresuales, puede llegar a alcanzar una remuneración de hasta el 7,5%; lejos del coste medio que pueden suponer actualmente los préstamos de entidades financieras antes comentadas. Sin embargo, los recursos propios conservan plenamente las ventajas reconocidas a los instrumentos de patrimonio neto, por lo que las direcciones financieras les otorgan un valor diferente, es decir, que el empleo simple del criterio del coste perjudica su elección, ya que este no tiene en cuenta otros atributos que los fondos propios sí aportan a la estabilidad patrimonial y a la sostenibilidad de la cooperativa. Por ello, parece que para las direcciones financieras cada alternativa presenta tanto ventajas como inconvenientes, por lo que la estructura financiera sostenible es, al igual que predice la teoría del *trade-off*, una combinación mixta de recursos propios y ajenos.

Sin embargo, las personas entrevistadas opinan que es complejo decidir el mejor mix entre propio y ajeno por las especificidades inherentes a las cooperativas y por encontrarse “muy atadas” en cuanto a las alternativas de reforzamiento del patrimonio neto.

En la configuración del *puzzle* del pasivo, además del coste, también se valoran otros atributos de corte más cualitativo como la estabilidad, la seguridad o la facilidad de acceso. Existe sensibilidad al coste de los recursos empleados, pero este no es el único criterio. La mayoría de ellos habla del binomio plazo-coste. En las cooperativas es objetivo primordial el mantenimiento del empleo y eso tiene una derivada de estabilidad. Muchos afirman que, si únicamente se mirara la minimización de costes casi toda la financiación sería bancaria de corto plazo, pero la vulnerabilidad para con estas entidades sería elevada. Por tanto, la diversificación financiera que ocupa y/o preocupa a todas las personas entrevistadas puede ser una evidencia de que muchas entidades pueden estar dispuestas a pagar algo más de coste si el instrumento financiero aporta esos otros atributos arriba mencionados.

Otros afirman que, a la hora de seleccionar el proveedor de instrumentos financieros de pasivo, también emplean criterios subjetivos como la relación de confianza generada en el pasado; aspecto mencionado de forma bilateral, ya que algunas cooperativas exponen que en situaciones delicadas han conseguido financiación ajena por la relación histórica que han mantenido y, viceversa, que en épocas donde han podido escoger el proveedor se la han otorgado a quien les ha asistido en el pasado aunque su producto sea algo más caro en términos de coste.

Por todo ello, se puede afirmar que las personas entrevistadas, a pesar de tener muy en cuenta el coste de capital de cada una de las fuentes empleadas en línea con los preceptos

del enfoque tradicional estimando que la deuda es una fuente menos costosa que los recursos propios, también consideran otra serie de preceptos como la facilidad de acceso, el plazo (tanto carencias como vencimientos) o obligaciones accesorias (avales, burocracia,...).

En este sentido, consideran las fuentes de financiación como alternativas a emplear y, por tanto, como un aspecto a decidir en la empresa, por lo que la política financiera no es un aspecto irrelevante para las sociedades cooperativas. Por tanto, pueden existir imperfecciones que hagan que también las CTA prefieran más o menos endeudamiento. A continuación, se recogen una a una los resultados asociados a cada imperfección:

- En principio ningún entrevistado visualiza a las sociedades cooperativas como sociedades muy rentables con grandes ingresos gravables que busquen por todos los medios minimizar su factura fiscal. Así, las direcciones financieras entrevistadas omiten cualquier efecto fiscal como causa del empleo de los recursos ajenos. Un par de personas directivas aseguran que cuando otras entidades les ofrecen productos con reconocida ventaja fiscal, tampoco les resulta de interés, o no al menos como factor decisor para decantarse por su contratación. En este sentido afirman que como sus CTA son fiscalmente protegidas los factores tributarios no se toman en consideración para la toma de decisiones.
- Sin embargo, de las respuestas obtenidas sí parece manifestarse una valoración relevante de los costes de dificultades financieras que supone el empleo de elevados niveles de deuda. Se observan vivencias u opiniones que evidencian la existencia de costes de dificultades financieras tanto explícitas como implícitas para las cooperativas, aunque en términos similares a las sociedades capitalistas. Por el contrario, no se encuentran indicios relevantes para aceptar a las sociedades cooperativas como un modelo más resiliente, si bien se aprecia un espíritu de sacrificio muy relevante con el fin de mantener la sociedad a flote, cumpliendo con su actividad cooperativizada que, en las CTA no es otro que cooperativizar el trabajo de sus personas socias.
- En cuanto a las hipótesis de la teoría de la agencia, también se ha indagado acerca de los posibles conflictos de interés que pueden surgir entre la dirección, el colectivo de propietarios y los acreedores que pueden derivar en problemas de agencia, los cuales pueden condicionar la estructura financiera de las cooperativas.

En este sentido, todas las personas directivas entrevistadas son personas socias de la cooperativa, por lo que no debiera de haber conflicto de intereses respecto al colectivo de personas socias propietarias de la cooperativa, a pesar de que a veces, sí se percibe una manera de nombrar al colectivo de personas socias como si ellos/as no fueran parte de él (en algunas opiniones se aprecia cierta distancia). Y aunque quizás puedan tener objetivos personales propios como la seguridad en el puesto, el estatus o la reputación, no se aprecia indicio alguno de que actúen de forma interesada y en contra del beneficio del colectivo; al contrario, demuestran una actitud como de servicio a la cooperativa y varios de ellos comentan que su fin es de legado a la cooperativa, de dejar la cooperativa mejor (refiriéndose a la situación económico-financiera) de lo que está o se encontraron al acceder a su puesto de trabajo⁹⁹.

⁹⁹ En este caso, sería adecuado confrontar estas opiniones con personas de otro perfil, como otras direcciones o personas miembro de consejos rectores, no incluidos en el colectivo de entrevistadas.

Así mismo, tampoco se puede confirmar que un mayor endeudamiento pueda tener, un efecto disciplinador de la dirección de la cooperativa; función que en las cooperativas está asignado al consejo rector.

Por ello, si bien las personas entrevistadas hacen sentir que ellas poseen más información relativa a la empresa o, al menos, en un momento anterior, se constata que en las cooperativas los mecanismos informativos funcionan, por lo que opinan que la asimetría informativa es casi inexistente. Como justificación a este hecho comentan la confluencia en objetivos, la cantidad de información suministrada, la participación de los órganos rectores y de control (como la comisión de vigilancia) y el valor que otorgan a los mismos.

Por tanto, aunque no se puede generalizar, se puede apreciar que los conflictos de interés entre estos colectivos en las CTA, o son inexistentes, o poco relevantes.

No sucede lo mismo en las relaciones de agencia que afloran respecto de las personas acreedores. Transmiten claramente conductas o comportamientos de sus proveedores de financiación que demuestran que su interés se centra en asegurar el cumplimiento de las obligaciones contraídas por parte de la cooperativa, mientras que los objetivos de la cooperativa pueden albergar otro enfoque más allá del cumplimiento de dichas obligaciones. En consecuencia, pueden producirse comportamientos interesados en beneficio del colectivo de personas propietarias que, unidos al problema de información asimétrica que sí existen en estas relaciones, pueden ocasionar costes de agencia.

Sin embargo, las entrevistas realizadas no dan pie a pensar que existan problemas asociados a la liquidación de la cooperativa o a la sustitución de activos, ya que, como se comentará más adelante, parece que las direcciones financieras, incluso las más endeudadas, son cautas en sus decisiones de inversión. Tampoco se observan comportamientos que den como resultado problemas de subinversión, justificado por el interés de las personas socias en incrementar su participación financiera voluntaria en la sociedad, la cual ha tenido respuesta siempre que se haya posibilitado y que, en algunos casos, han tenido que llegar a limitar.

Lo que sí parece trascender es que los proyectos de inversión se ejecutan si son interesantes para la actividad cooperativizada de la sociedad, aunque los resultados generados no den más que para cubrir los costes de la financiación otorgada y no exceda lo suficiente como para remunerar entre las personas socias; ya que el componente más importante de reparto entre los socios son los anticipos y, en un segundo plano, la distribución del excedente neto. Este hecho se ve refrendado por el incremento de los índices de rentabilidad que sugieren varias direcciones financieras para sus cooperativas para competir mejor en el mercado, que si bien priorizan la existencia de trabajo de trabajo en sus CTA solicitan una mayor autoexigencia en términos de rentabilidad reflexionan acerca de las cotas de rentabilidad mínimas a exigir a sus inversiones para alcanzar mejores posiciones que las hagan más competitivas.

Un aspecto singular que se ha informado es el comportamiento de la persona socia que a su vez tiene un rol diferente por ser un proveedor de financiación voluntaria de la cooperativa (aportaciones, prestamos, etc.). En este sentido, se aprecian comportamientos dispares de personas socias según la cooperativa que a su vez son aportantes de capital de manera voluntaria. Se reconoce su posición

privilegiada al disponer de mayor información y con mayor inmediatez, lo que les permite ser los primeros en realizar movimientos con sus inversiones (incrementar o solicitar su reembolso) y provocar, según un entrevistado, un efecto dominó respecto a los otros proveedores de financiación. Por ello, se les puede considerar como un mecanismo de señalización hacia el exterior que la dirección financiera recomienda cuidar.

En consecuencia, si se analizan los resultados en función de las imperfecciones, se puede comentar que las decisiones de estructura financiera de las cooperativas entrevistadas no parecen apoyarse en las ventajas fiscales de los recursos ajenos, mientras que sí tienen en consideración los costes derivados de las dificultades financieras y, aunque no de forma tan clara, los costes de agencia.

TEORÍA DEL *PECKING ORDER* O DEL ORDEN JERÁRQUICO

En principio, es difícil encuadrar a las sociedades cooperativas en las teorías basadas en la información asimétrica. La presencia de las CTA en los mercados organizados es muy limitada, por lo que es poco usual considerar que existen movimientos que los *outsiders* (inversores externos) interpretan como señales sobre la situación y evolución futura de los flujos de caja de la empresa. Sólo una de las cooperativas entrevistadas ha emitido un instrumento de renta fija en un mercado organizado, si bien alguna más ha mostrado interés en seguir sus pasos.

Al hilo de lo comentado anteriormente apenas existe asimetría informativa para con los *insiders*, debido a la cantidad de información existente y porque es habitual que se intente consensuar las decisiones financieras. No obstante, que la distribución del excedente y, por tanto, la retribución de la persona socia esté condicionada a determinados indicadores económico-financieros ha hecho que se vigilen dichos parámetros con cautela, llegando incluso a condicionar algunas inversiones por no querer incrementar el endeudamiento.

Por el contrario, sí reconocen determinadas situaciones que denotan asimetría informativa externa, las cuales pueden tener influencia en las decisiones de estructura financiera que adoptan las cooperativas. Estos problemas pueden aparecer en cooperativas de mayor tamaño que hayan emitido algún instrumento en un mercado organizado o sopesen dar entrada a un inversor externo, cediendo parte de la soberanía de la cooperativa a través de vehículos que lo permitan (*holdings*), etc. Alguna cooperativa dice que si bien no está expuesta a los mercados, sus clientes sí y, por tanto, sufren las consecuencias que sus clientes les trasladan. Las empresas soportan ciertos riesgos debido a que sus clientes, por disponer de un “mejor” balance de cara a sus *outsiders*, les pagan más tarde o en una fecha incierta a las CTA implicadas, por lo que son condiciones que si no asumen pueden llegar a perder pedidos importantes.

Sin embargo, es posible estudiar los problemas entre *insiders* y *outsiders* de una CTA en el marco de las relaciones ex - ante y ex – post, como los problemas de selección adversa o riesgo moral. En este sentido, varias direcciones entrevistadas dejan entrever que si los proveedores de financiación desconocieran la realidad cooperativa o hubieran tenido poca experiencia previa con ellas sí podrían surgir problemas de selección adversa y, como consecuencia de estas, sufrir restricciones de crédito por no saber valorar a la CTA. Sin

embargo, todas ellas reconocen que disponen de entidades e instituciones cercanas y con las que han tenido experiencia previa y que no han sufrido restricciones por el simple hecho de ser cooperativa. Es más, dicen ser bastante transparentes con las entidades financieras con las que tienen relaciones de confianza, ya que esas situaciones benefician a ambas partes, considerando a estas como acompañantes a largo plazo.

No obstante, si esta vía se agotara es posible que la diversificación financiera les lleve a soportar mayores costes financieros, por la exigencia de mayores garantías al no contar, en este caso, con relaciones tan cercanas o fluidas como con las entidades financieras habituales. Por ello, las cooperativas que están inmersas en procesos de diversificación otorgan una importancia clave al trabajo previo de conocimiento mutuo entre proveedor financiero y cooperativa al objeto de evitar problemas de selección adversa. En este sentido, y en base a las opiniones recabadas de las personas entrevistadas, no queda claro si las cooperativas soportan mayores costes financieros que otras empresas derivados del traslado de costes incurridos por recabar mayor información por parte de la entidad financiadora. Algunas direcciones reconocen la naturaleza algo más opaca de las sociedades cooperativas, pero dudan de que este aspecto redunde negativamente en sus relaciones con sus proveedores. Al menos no con aquellos con los que operan con relativa periodicidad y que, en consecuencia, son fruto de relaciones de confianza.

Al contrario de lo que ocurre con la teoría del *trade-off*, en esta teoría no se predice la existencia de un nivel de endeudamiento óptimo y, si bien las cooperativas prefieren hablar de una estructura financiera sostenible (en vez de óptima), algunas CTA entrevistadas sugieren emplear rangos ideales en vez de un determinado nivel de apalancamiento. Por estos motivos, es posible pensar que el encaje de las cooperativas en las teorías financieras más relevantes no sea tan claro y, por tanto, que el comportamiento financiero de algunas cooperativas sea más próximo a los preceptos de la teoría del *pecking order*, donde la estructura financiera se determina como resultado de las decisiones de financiación producidas en el pasado y que están planteadas bajo criterios de selección que consideran la asimetría informativa, los costes, la seguridad o el intrusismo empresarial.

Como consecuencia de lo anterior, esta teoría predice una jerarquía de preferencias entre las alternativas de instrumentos financieros que la empresa puede emplear y, en este sentido, son varias las personas entrevistadas que, ante los proyectos de inversión que requieren financiación, afirman seguir un orden determinado. De hecho, la mayoría hace coincidir sus preferencias con la jerarquía planteada por esta teoría, por lo que en primer lugar se valen de los fondos procedentes de la autofinanciación, a continuación del endeudamiento y, una vez agotada esta vía, las CTA se plantean incrementar, en la medida de lo posible y por las vías que se puedan, los recursos propios de la cooperativa.

Aunque algunas personas entrevistadas anteponen la coherencia entre el activo que vaya a financiarse y las fuentes a emplear a los criterios de selección que determinan el orden, los argumentos en los que apoyan sus preferencias también son similares a las razones que sustentan la jerarquía de la teoría del *pecking order* como el coste, la seguridad o la aversión a la pérdida de control de la organización. Por ello, todas las cooperativas entrevistadas vislumbran la autofinanciación como instrumento predilecto a la hora de financiar sus inversiones, al carecer estos de problemas de selección adversa ni ningún coste explícito. Exponen, eso sí, que, debido a las limitaciones reconocidas para reforzar

el patrimonio neto, las cooperativas deben ser más cuidadosas en el reparto de los resultados. No obstante, algunas personas entrevistadas comentan que pueden disponer de la autofinanciación hasta cierto punto, dado que el destino del excedente más allá de lo que recogen las normas congresuales (más restrictivas que la legislación que obliga a dotar obligatoriamente un porcentaje) queda en manos de las personas socias y no siempre es fácil convencer al colectivo de que emplear los recursos para la financiación de los proyectos de inversión es importante para la sociedad. Esto ocurre, principalmente, por el coste de oportunidad que les supone en el corto plazo, ya que tomar esta decisión les supone renunciar al cobro de intereses o a la distribución de retornos en función de su participación en la actividad cooperativizada. Por ello, en el momento de la discusión las distintas direcciones entrevistadas intentan hablar en clave de negocio y con la perspectiva de largo plazo, lo cual ayuda a alinear expectativas entre la dirección y el resto del colectivo.

Una vez agotada la disponibilidad de fondos procedentes de la autofinanciación las cooperativas acuden a fuentes externas, tal y como supone esta teoría. Sin embargo, al introducir el matiz de la madurez de la deuda muchos de los que afirman seguir este orden intercambian la priorización que esta teoría otorga al corto frente al largo plazo y posicionan en primer lugar entre las alternativas de endeudamiento externo aquel con vencimiento a largo plazo. Es posible que este hecho ocurra por razones coyunturales, al constatar en las entrevistas que las entidades financieras están ofertando financiación a largo plazo con pequeñas diferencias sobre lo que ofrecen a plazos más breves. Al valorar positivamente la estabilidad que les ofrece los horizontes más extensos varias direcciones financieras se han provisto de préstamos a largo plazo, aun no necesiéndolo. Por otro lado, en el momento de la entrevista tienen muy presente el riesgo de renovación de los créditos a corto plazo, por haber sufrido restricciones financieras en la última crisis y por ello, aunque afirman que el coste es menor que el del largo plazo, no lo ven como un instrumento tan seguro como predice la teoría del *pecking order*. Por tanto, esta motivación contradice de alguna manera el orden sugerido, si bien todas ellas mantienen una conducta racional de minimizar costes, anteponiendo la deuda a los instrumentos de fondos propios aportados por socios o terceros, entre otros motivos, por presuponerle un coste más elevado a estos últimos.

Además, como se ha comentado en apartados previos, son pocas las direcciones que abogan por emplear por puras motivaciones financieras instrumentos de patrimonio neto como las aportaciones de las personas socias, por lo que, si bien los agrupan en último lugar del orden de preferencia, apenas hay menciones sobre la priorización que harían sobre dichas alternativas. Tampoco desean eliminar del todo estas opciones financieras para tener la vía abierta en caso de necesidad, salvo algunas cooperativas que han vivido o conocido muy malas experiencias. No obstante, existen comentarios varios acerca del acceso a fondos propios como consecuencia de la entrada de Mondragon Inversiones como persona socia de carácter institucional, al haber optado la cooperativa a los mecanismos de intercooperación financiera que están a su disposición. Pero, en este sentido, parece habitual acoger las aportaciones financieras subordinadas de esta entidad en los momentos de menor rentabilidad de la CTA, sustituyéndola por deuda cuando este indicador se torna más positivo. Como Mondragon Inversiones “va a riesgo”, la cooperativa no retribuye más que en los periodos de resultados positivos y hasta el límite de la retribución máxima que pueden obtener las remuneraciones de las personas socias. Sin embargo, no ha habido comentarios acerca de la preferencia de estos frente a otras

alternativas financieras como las aportaciones de naturaleza voluntaria, por ser difícilmente comparables.

Por tanto, se han detectado indicios suficientes para sugerir que las CTA de MONDRAGON presentan comportamientos concordantes con las teorías financieras más relevantes, pero ninguna de estas explica de forma completa la dinámica de las decisiones de financiación que se producen en el seno de estas empresas. Por lo que será necesario seguir indagando a través de otros estudios para estimar o desestimar la aplicación de los preceptos de estas teorías.

V. INVERSIÓN Y ACCESO FINANCIACIÓN DE COOPERATIVAS

Este bloque de preguntas está orientado a dar respuesta al objetivo específico OE4, que trata de “contrastar la veracidad acerca de las problemáticas financieras que se les presuponen a las CTA”, para lo cual se estiman las siguientes preguntas de investigación: *¿Es limitado el acceso a la financiación de las sociedades cooperativas de MONDRAGON? Las decisiones financieras del grupo cooperativo MONDRAGON ¿son prudentes o conservadoras por el hecho de ser cooperativas? ¿Sufren las cooperativas de MONDRAGON problemas de infrainversión, horizonte temporal o de recurso común?*

En general, y salvo alguna excepción, las direcciones financieras consultadas sostienen que no han dejado de crecer e invertir por el hecho de ser una sociedad cooperativa de trabajo asociado, ni por las dificultades de acceso a la financiación que a este tipo de empresa se le presupone. En este sentido, todas las personas entrevistadas afirman haber crecido de manera orgánica, es decir, a través de sus recursos y competencias y que la financiación no ha sido, salvo alguna excepción, obstáculo para ello. Así mismo, también parece que las cooperativas crecen a través de la participación o la adquisición de empresas y, si bien ninguna descarta una estrategia de crecimiento inorgánico, sí impera una sensación de mayor prudencia y sosiego en este sentido.

No obstante, aseguran que el “crecer por crecer” no tienen ningún sentido y afirman que una cooperativa debe crecer si lo hace de manera rentable, ya que a fin de cuentas es lo único sostenible a largo plazo. Reconocen que, a veces, el problema no reside en buscar financiación cuando se tiene bien estructurado el balance, sino en decidir que no es el momento de crecer si no se tiene el balance para apostar por ello.

En lo que coinciden de manera generalizada es en apuntar que las dificultades de acceso a la financiación derivadas de su naturaleza societaria, aspecto que se ha ido reflejando también en apartados anteriores de esta investigación cualitativa, está directamente con la especial configuración de sus fondos propios. Algún entrevistado incluso ha llegado a sugerir que este hecho influye en su financiación, lastrando, de alguna manera, el crecimiento de su cooperativa. Sin embargo, los comentarios más habituales entre las direcciones entrevistadas se refieren a las posibilidades de disponer de recursos propios más sólidos, lo que, por otro lado, facilita más aun el acceso a la financiación externa. En cierta manera, las personas entrevistadas transmiten que una cooperativa debería crecer lo que crecen sus fondos propios y, por tanto, puede resultar contraproducente distribuir mucho resultado entre las personas socias, ya que termina saliendo de la cooperativa. Entienden que, si uno mismo no invierte en su cooperativa, no es sencillo encontrar un tercero que lo haga. Además, es este un capítulo en el que las cooperativas presentan

cierta debilidad, por falta de alternativas adecuadas que permitan inyectar fondos de terceros inversores sin perder la esencia cooperativa. Los comentarios en este sentido confirman que las alternativas de reforzamiento del patrimonio neto de las cooperativas que no supongan romper con el esquema vertebrado por la aplicación de los principios cooperativos son escasas o no muy realizables.

Si bien diferentes agentes han demostrado interés en participar, la imposibilidad de otorgar derechos de voto o la nula transmisibilidad de los títulos hacen que deban descartar estas opciones o, directamente, son los propios inversores interesados quienes se echan para atrás a la hora de entrar en estas operaciones. En este sentido algunos grupos de cooperativas, en el momento de la entrevista, se encontraban diseñando estructuras societarias, como holdings, para que en un futuro, si se diera el caso, pudieran tener una solución adecuada para dar entrada a este tipo de agentes. No obstante, creen que el modelo de gobernanza de las cooperativas puede ser un freno para atraer a inversores, porque son desconocidas y no entienden este tipo de organizaciones con sistemas de participación más complejos y menos habituales que en otras tipologías de sociedades mercantiles.

Por otro lado, y refiriéndose a instrumentos de pasivo, las direcciones financieras manifiestan que nadie externo les va a prestar más fondos por ser cooperativa ni que vaya a ser más condescendiente en cuanto a lo que se le debe pagar, constatando que a las CTA de MONDRAGON se les aplica las mismas reglas de mercado que al resto de las empresas. Creen firmemente que los proveedores de financiación se fijan más en el proyecto a financiar que en el tipo de sociedad y consideran que, si la inversión es viable, no suele haber problemas para obtener los fondos necesarios para llevarlo a cabo. De hecho, recientemente varias cooperativas han demostrado haber iniciado con relativo éxito procesos de diversificación financiera accediendo a otros tipos de proveedores de financiación distintos de las entidades financieras tradicionales, por lo que, si bien puede no ser un proceso fácil, parece que todavía hay recorrido a explorar para estructurar la financiación de este tipo de sociedades. Un entrevistado opina que si emitiera un instrumento financiero de pasivo en un mercado organizado, el hecho de ser cooperativa haría que, ante el mismo proyecto empresarial, tuvieran que soportar un coste de capital más alto que otras formas societarias de naturaleza capitalista, principalmente por falta de conocimiento o comprensión que supone su modelo.

Por otro lado, parece que el diseño de los mecanismos de intercooperación es acertado para alcanzar sus fines, ya que muchas personas entrevistadas los valoran positivamente. En este sentido, parecen tener muy asimilados la reconversión de resultados y los mecanismos de solidaridad que se activan para la compensación de pérdidas, dado que son pocos los comentarios realizados sobre estos aspectos. Sin embargo, al menos dos personas entrevistadas afirman que sin estos instrumentos sus cooperativas se hubieran extinguido cuando peor lo estaban pasando. No obstante, en relación a los fondos de desarrollo corporativo explicados en el capítulo I, parece que hay mayor potencialidad de empleo de los fondos que canalizan financiación para desarrollo de sus proyectos estratégicos. Estos mecanismos han permitido a varias cooperativas afrontar sus retos estratégicos a través de fondos que pueden materializarse en instrumentos de patrimonio neto, de pasivo o un mix de ambos, siendo el reforzamiento de los fondos propios el aspecto más destacado; aspecto al que, como se ha visto, dan una notable importancia a la hora de afianzar su crecimiento.

En cambio, y aunque no exista unanimidad sobre esta alternativa, no parece que la financiación otorgada por el colectivo de personas socias sea una opción atractiva para reforzar sus fondos propios. Sin embargo, este hecho puede considerarse una evidencia razonable de la inexistencia de problemas de infrainversión en las cooperativas, ya que no parece que las direcciones financieras entrevistadas planteen dudas acerca de si las personas socias invertirían más en sus sociedades cooperativas. Al contrario, las CTA entrevistadas se encuentran en dos posiciones: (1) captando fondos de manera exitosa vía aportaciones voluntarias o préstamos cedidos por personas socias o (2) restringiendo y/o prohibiendo este tipo de iniciativas que, si bien no han sido experiencias del todo positivas, no ha sido por falta de demanda. En el primer caso, si bien reconocen que es un recurso relativamente caro y, por tanto, su empleo es comedido, varias CTA mantienen algún saldo vivo para tener esta alternativa abierta en futuros casos de necesidad ante nuevas restricciones financieras o como estrategia para tener “enganchado” al colectivo. Podría asumirse cierta infrainversión por parte de terceros ajenos si teniendo en cuenta el interés demostrado por agentes inversores que se han acercado a las cooperativas y que no han terminado por cuajar ninguna operación por los motivos recogidos en apartados anteriores; pero tampoco puede afirmarse que las cooperativas hubieran invertido más si existiera una fórmula que diera cabida a ese interés sin que se degradase su naturaleza cooperativa.

Sin embargo, han aflorado indicios de cierto conservadurismo en las sociedades cooperativas, por ser conscientes tanto las personas entrevistadas y, según ellos, también los consejos rectores de sus cooperativas, que las personas socias trabajadoras de las CTA reúnen en un mismo lugar tanto el trabajo como los ahorros. A excepción de una cooperativa, la cual ha calificado la valentía como un rasgo compartido de su cooperativa, el resto hace comentarios comedidos, dejando entrever que no por ello dejan de invertir y crecer, pero asegurando ser muy prudentes en las decisiones adoptadas; más aún en situaciones complicadas, en las cuales parecen ser cautos al objeto de asegurar que las decisiones de inversión generen resultados a futuro. Por tanto, las direcciones financieras sostienen que hay que invertir y correr riesgos, pero en proyectos medidos y controlables, ya que en los comentarios de las personas entrevistadas se puede intuir una concienciación de las consecuencias que podría acarrear las pérdidas ocasionadas de una inversión fallida.

Por otro lado, en las conversaciones mantenidas no se encuentran razones para apoyar problemas de recurso común. Salvo algunos comentarios, que constatan en varias sociedades cooperativas un histórico de distribución de excedentes relevante que puede presuponer el reparto como un derecho adquirido, parece que el conjunto de las personas socias de las cooperativas no busca un beneficio individual por encima de la generación de un patrimonio común, por lo que se demuestra, sin poder generalizar, una conciencia colectiva para con la sociedad y su sostenibilidad futura.

Por último, al no recoger comentarios acerca de la problemática que puede derivarse del distinto horizonte temporal de la inversión y sus retornos, se pueden descartar, o por lo menos considerar como poco relevante, los problemas de horizonte temporal en estas CTA. En este sentido, es posible que la existencia de normas propias y claras para el reconocimiento y distribución de conceptos como aportaciones, retornos e intereses, unido al uso común de herramientas como las cartillas de las personas socias, haya minimizado las consecuencias de esta problemática.

VI. LA ESTRUCTURA FINANCIERA SOSTENIBLE Y SUS FACTORES DETERMINANTES

Este bloque de preguntas se orienta a desarrollar el objetivo específico OE5 relativo a “identificar los factores determinantes de la dinámica financiera de las CTA de MONDRAGON, considerando, además, su estructura de vencimiento”. Así, las preguntas de investigación asociadas a estos objetivos son: *¿Cómo se visualiza la estructura financiera óptima de una CTA? ¿Qué factores pueden explicar las similitudes y diferencias que pueden observarse en cuanto a la composición de la estructura financiera de las sociedades cooperativas de trabajo asociado del Grupo MONDRAGON? ¿Qué relación guardan las variables identificadas respecto a dicha composición? ¿Existen diferencias en los resultados cuando se considera la estructura de vencimiento del endeudamiento? ¿Qué teoría o teorías explican mejor la dinámica financiera de las CTA de MONDRAGON?*

Como se ha comentado anteriormente las direcciones financieras entrevistadas prefieren emplear el término de estructura financiera sostenible (en adelante, EFS) frente a la estructura financiera óptima (en adelante, EFO). Afirman que la EFS de una cooperativa es un término más próximo o realista y refleja de una forma más acertada, en su opinión, aquello que querían transmitir en este mismo apartado. Este, sin embargo, constituye un primer argumento de que, quizás, y tal y como augura la teoría del *pecking order*, no exista una EFO concreta para las cooperativas. Tampoco existe unanimidad en definir a esta como única o si será diferente en función del negocio de la cooperativa y sus condicionantes financieros (capacidad de generación de cash flow, tipología de clientes, coherencia con la intensidad de la estructura del activo, etc.). Sin embargo, casi todas las personas entrevistadas aportan aspectos cuantitativos o cualitativos a algo que podría aproximarse a una posible estructura financiera sostenible que, como se ha comentado anteriormente, no tiene por qué ser un nivel de deuda determinado sino representar un rango de fondos mixto, propios y ajenos, con una serie de características que la concretan aún más.

De las respuestas obtenidas se interpreta que, en las cooperativas de trabajo asociado, una EFS debe permitir acometer todos los proyectos de inversión que la empresa necesita para mantener o mejorar su posición competitiva y que, a su vez, sea capaz tanto de afrontar en plazo y cuantía todos los compromisos de pago a que dé lugar su estructura financiera como lo suficientemente robusta y flexible para asimilar situaciones de adversidad en varios ejercicios económicos.

En este sentido, mayoritariamente son dos indicadores los que las direcciones financieras entrevistadas utilizan para cuantificar esta posición sostenible a largo plazo: la ratio de independencia, medido por la razón entre patrimonio neto y pasivo total, y el de capacidad de repago de la deuda, calculado por la división entre la deuda financiera neta (endeudamiento financiero total – tesorería – inversiones financieras temporales) y el EBITDA (earnings before interest taxes depreciation and amortization). Son dos indicadores de distinta significación, pero prácticamente todas las personas entrevistadas especifican la EFS como una combinación de ambos, tomando valores de entre 0,8 y 1 para la ratio de independencia (es decir, entre 45,45% - 50% de fondos propios y 50% - 55,55% de pasivo), mientras que el de DFN/EBITDA no debe superar valores entre 2,5 y 3,5, según la empresa. Sin embargo, en las cooperativas con actividades no industriales

esta capacidad de endeudamiento viene más determinada por el cash flow que son capaces de generar a futuro, estableciendo el máximo en un múltiplo del mismo.

Por otro lado, las cooperativas comentan que además de lo anterior una estructura financiera será sostenible a largo plazo si tiene unos fondos propios suficientes para evitar el riesgo de descapitalización, sin que estos sean excesivos y va acompañada de una política de retribución y retención del capital razonables que apoyen el fortalecimiento del patrimonio común de la cooperativa. Así mismo, debe presentar un pasivo diversificado tanto en fuentes como en proveedores y plazos, para así conseguir una financiación de la CTA con la mayor facilidad de acceso y estabilidad, menor riesgo y con un coste de capital medio ponderado competitivo.

A las empresas consultadas, si bien no les cuesta hablar de la EFS, no tienen tan claro los factores determinantes que influyen en la misma. Para muchas de las direcciones financieras las referencias planteadas más arriba constituyen unos indicadores o rangos ideales para todo tipo de CTA, ya sean más o menos rentables, tengan una u otra estructura del activo o presenten un mayor o menor nivel de riesgo¹⁰⁰, si bien hay algunas variables en las que encajaban mejor estas cuestiones como la edad de la cooperativa, el tamaño o el sector de actividad. Por tanto, a partir de estas respuestas, junto con información de apartados previos relacionado con los factores determinantes analizados en la revisión del estado del arte, se organizan los resultados en función de cada variable.

Escudos fiscales: tal y como se comentó en el apartado relativo a la teoría del *trade-off*, las CTA entrevistadas no parecen tener una motivación fiscal que guíe sus decisiones financieras, por lo que o no son determinantes, o existen otros incentivos que los haga irrelevantes.

Escudos fiscales alternativos a la deuda: es posible que la causa de no esperar un efecto fiscal en la determinación de la estructura financiera de las CTA sea la existencia de otros incentivos y beneficios fiscales que las cooperativas emplean para reducir su cuota líquida, como son la protección fiscal que le otorga la legislación fiscal, otros gastos fiscalmente deducibles como la amortización o las deducciones correspondiente a nuevos activos corrientes, actividades de I+D+i, creación de empleo, etc., comprendidos todos ellos en alternativas a los escudos fiscales de la deuda.

Rentabilidad: las personas entrevistadas ven una relación directa entre la rentabilidad empresarial y la dotación de fondos obligatorios que, en el caso de las cooperativas es un porcentaje relevante de sus excedentes (20-25% del excedente neto). Esta obligación tiene un doble efecto en las CTA: por un lado, incrementan la autofinanciación, lo que hace menos necesario acudir a fuentes externas y, por otro lado, refuerza el patrimonio neto de las cooperativas, aumentando su capacidad de endeudarse. Por tanto, aunque relevante, no parece haber un efecto claro, positivo o negativo, sobre el endeudamiento.

¹⁰⁰ Considerando los resultados de las entrevistas realizadas para probar la encuesta diseñada (la primera de ellas no incluida en los resultados), se opta por eliminar ciertos factores que creaban confusión en las direcciones financieras, manteniendo otros factores que comprenden características empresariales en los cuales no dudan acerca de si la EFS definida por ellos sería la misma o variaría en uno u otro sentido (en este caso, más o menos endeudamiento).

Oportunidades de crecimiento: se recogen comentarios acerca de que la estructura financiera sostenible puede ser diferente en una empresa en crecimiento/internacionalización y en otra más madura o que se encuentre en un momento de saneamiento. En este sentido, se reconoce que al tener que endeudarse para financiar proyectos se empeoran las ratios, pero que este hecho es necesario para la supervivencia empresarial. Sea como fuere, parece intuirse una asociación de mayor endeudamiento con empresas que están en pleno crecimiento.

Con relación a este hecho, ha sido constante la asociación que las cooperativas entrevistadas han hecho entre proyectos I+D+i y programas de financiación, por lo que es posible deducir que aquellas CTA con mayor esfuerzo innovador pueden presentar mayores índices de endeudamiento, al poder acceder a préstamos blandos que, aunque beneficiosos, engrosan el pasivo de sus cooperativas.

Tamaño: Parece que muchas cooperativas de tamaño mediano, incluso las más grandes que se han entrevistado, sienten que su tamaño es perjudicial para la captación de financiación ajena. Piensan que poseen un tamaño reducido para acceder a una serie de instrumentos de mayor complejidad que permiten aprovechar economías de escala al solicitar grandes montantes, mientras que se consideran demasiado grandes para encajar en programas financieros institucionales que favorecen la financiación de las empresas de menor tamaño. Por tanto, dicen encontrarse, según este factor, en “tierra de nadie”, por lo que sí creen que pueda ser un factor determinante que explique un apalancamiento diferente.

Algunas personas entrevistadas opinan que, a las empresas más pequeñas se les puede otorgar una mayor proporción de su balance en forma de deuda, es decir, que es más plausible que les concedan una financiación de un montante no excesivamente grande pero que comparativamente a su balance pueda ser importante, mientras que a una gran empresa no le otorgarían, o no al menos una única entidad financiera, un préstamo de las mismas proporciones respecto de su balance. Por el contrario, las empresas de mayor dimensión pueden contar con un pool bancario más extenso que, al compartir la exposición al riesgo de forma sindicada, puede igualar o incrementar dichas proporciones. Por eso, algún entrevistado comenta que no debieran observarse diferencias en esos niveles o rangos ya que la capacidad de pago y el equilibrio patrimonial serán los mismos, pero en otras dimensiones.

No faltan tampoco quienes asocian tamaño con reputación y seguridad; *too big to fail*. Dicen que a las entidades financieras les gusta trabajar con empresas grandes y las prefieren frente a las empresas pequeñas. Además, cuanto más tamaño tienen les ofrecen más diversidad en soluciones. En este caso el entrevistado relacionaría el tamaño positivamente, es decir, reconocimiento de un mayor nivel de endeudamiento a empresas de más tamaño.

En cambio, también se relaciona el tamaño y la dimensión de la base social de la cooperativa. Si bien no tiene por qué suponer un mayor o menor nivel de endeudamiento, puede sugerir un menor alineamiento del colectivo y, por tanto, la aparición de problemas de recurso común, dificultando la generación de una masa no individualizada en forma de reservas a favor de resultados individualizados. Por tanto, en cierto modo, podría suponer una mayor necesidad de apalancamiento.

Estructura del activo: las personas entrevistadas no parecen tener claro si existe relación entre la tangibilidad de lo financiado y un mayor endeudamiento. Sin embargo, sí recalcan una coherencia entre la permanencia de la estructura del activo y la madurez de la deuda, lo cual no es una señal de presentar mayor o menor endeudamiento.

Riesgo: aunque no se recogen muchos testimonios de las direcciones entrevistadas, parece que valoran positivamente el efecto que la reconversión de resultados y la compensación de resultados vía fondos de intercooperación tiene en la volatilidad de los resultados de sus respectivas CTA. De hecho, se reconoce la importancia que estos mecanismos han tenido en la supervivencia de algunas sociedades cooperativas, sin las cuales, estarían ya extintas. Por otro lado, se constata una relación clara entre una situación financiera adversa y la obtención de nuevo endeudamiento, por lo que a mayor probabilidad de incumplir las obligaciones contraídas será menor el endeudamiento de las CTA.

Edad: las personas entrevistadas creen que en etapas más tempranas la EFS definida puede ser diferente y, por tanto, suponer una variable a tener en cuenta en su determinación. Creen que recién constituida la cooperativa es cuando se está en una etapa inversora más fuerte y, por tanto, un momento de mayor necesidad de apalancamiento. También comentan que nada más emprender es casi imposible obtener financiación ajena debido a los requerimientos que solicitan las entidades, requerimientos de los que quizás la empresa aun ni dispone, como unas cuentas anuales.

Un entrevistado asocia antigüedad y reputación, como si la trayectoria de la empresa fuera garante de su compromiso para con las obligaciones contraídas. Por lo que este hecho genera confianza en los acreedores y, por tanto, existe mayor facilidad de acceder a los fondos de más largo plazo.

Sector: parece que puede existir un patrón de cooperativas sin endeudamiento en el que se producen una serie de circunstancias: empresa de servicios, con ciclos de explotación muy cortos (muy líquidos) y que ha basado su crecimiento generando patrimonio neto a base de retención de resultados positivos. Por tanto, se aprecia que, para cooperativas de corte más industrial, el endeudamiento se hace necesario, por tener un periodo de maduración más largo y, por tanto, menos líquido. También comprenden la posibilidad de que influya que la empresa sea comercial o industrial, incluso si la producción es en serie (larga o corta) o está orientada a producto. Por otro lado, los directores financieros opinan que la composición de la financiación difiere si la empresa es más o menos intensiva en inversiones y/o en personas, la diversidad de clientes, los plazos de cobro y su calificación como buen o no tan buen pagador, así como la estabilidad y la estacionalidad de la cartera de pedidos. Por ello, se puede afirmar que, según el criterio de las direcciones entrevistadas, la actividad económica o el sector de actividad de la cooperativa influye en la determinación de su estructura financiera.

Liquidez: es un factor importante, pero todas las personas entrevistadas lo asocian, sobre todo, al negocio y a su capacidad de generar flujos de caja, lo que depende mucho del sector de pertenencia. No obstante, si se analizan separadamente todos coinciden en que la liquidez presentaría una relación negativa respecto al nivel de deuda de una empresa, ya sea por una menor necesidad de deuda nueva o porque ante situaciones de gran

liquidez deciden, en algún caso, amortizar prestamos, comenzando por los que tienen peores condiciones financieras.

Notoriedad / reputación / confianza con el acreedor: el hecho de captar financiación en proyectos I+D+i con otras empresas, universidades, en organismos institucionales como el BEI o en mercados regulados como el mercado alternativo de renta fija (MARF) dan notoriedad a la cooperativa frente a agentes del entorno y también frente a otros proveedores de financiación.

Otro aspecto que varias personas entrevistadas dejan entrever es que la relación con el prestamista es un factor determinante en las decisiones de financiación, entendida esta como la confianza, la reputación o la experiencia previa, y que además funciona en ambos sentidos. Hay que tener en cuenta que las empresas tienen otra serie de operaciones con las entidades financieras más allá de las operaciones de financiación, como son los servicios de cobro y de pago, avales, etc. y, por tanto, las decisiones de financiación pueden no estar sujetas únicamente a escoger la entidad que mejores condiciones ofrece, sino que se pueden tener en cuenta otras variables como la ayuda recibida en el pasado en un momento u operación complicada, la estrategia de repartir sus necesidades financieras entre todo su pool bancario o el poder de negociación de la cooperativa respecto del mismo, así como los conflictos que puedan guardar las entidades financiadoras con otras empresas del grupo o con las que la cooperativa tiene relación. Incluso la propia pertenencia al grupo MONDRAGON, por contar con servicios centralizados que tratan de abrir puertas y facilitar el acceso a programas e instrumentos de determinadas instituciones, mejorando el conocimiento de estas sobre las CTA y el propio grupo, supone un factor importante para generar este clima de confianza. Por ello, se ha encontrado episodios vinculados a las relaciones con los proveedores de fondos en cuanto a conocimiento y confianza de todo tipo cuya consecuencia, en todos los casos, ha sido una mayor facilidad de acceso a los fondos financieros, por lo que tanto la notoriedad y la reputación como las relaciones de confianza con los acreedores pueden ser indicadores de niveles de endeudamiento más altos. Sin embargo, también puede ocurrir que sean estas mismas entidades las que limiten el apalancamiento de la empresa, al trasladar al tejido empresarial sus problemáticas sectoriales, provocando racionamiento de crédito. Es por ello que muchas cooperativas entrevistadas han iniciado o ven necesario diversificar y mantener múltiples vías de acceso a la financiación abiertas.

Nivel de capitalización / autofinanciación: de las conversaciones mantenidas se intuye una fuerte influencia de la política retributiva del trabajo y del capital de las sociedades cooperativas de MONDRAGON, por contar con indicadores propios para el devengo, distribución y monetarización de conceptos como los anticipos, los intereses y los retornos. Por ello, es posible que las ratios que condicionan los mismos guarden cierta relación con el nivel de apalancamiento empresarial de estas sociedades. Dichas ratios se corresponden con la ratio de independencia, la capacidad de repago de la deuda, la tasa de rendimiento empresarial, la cobertura del inmovilizado y la de estabilidad patrimonial. Las normas han tratado de establecer unas ratios exigentes que fomenten que en la distribución de resultados se dote más patrimonio común en forma de reservas y menos individualizados, como los retornos, por lo que debido a las prácticas de capitalización de MONDRAGON, tener valores más altos en las ratios mencionadas favorece que haya menos endeudamiento y más fondos de reserva frente al capital social.

Estructura de propiedad / factor trabajo: en este caso, existe diversidad de opiniones sobre si la estructura legal y su naturaleza afectan en la configuración de la estructura financiera de este tipo de empresas. Aquellos que desechan esta idea, argumentan que las cooperativas compiten en el mismo mercado con las mismas condiciones, aunque quien lo dice asume que en las cooperativas es más difícil llegar a los ideales marcados. En este sentido, otra persona entrevistada añade que si su empresa no tuviera forma de cooperativa seguramente sería más agresiva en los dos parámetros utilizados para determinar la EFS, apoyando la hipótesis de que es un factor relevante. Por ello, la mayoría de direcciones cree que el hecho de ser cooperativa y, más concretamente, cooperativa de trabajo asociado afecta a la configuración de la estructura financiera.

4. Discusión y conclusiones del capítulo

Una vez analizados los resultados de esta investigación cualitativa, se puede afirmar que los mismos responden adecuadamente a los objetivos planteados. En este sentido, la metodología empleada ha permitido estudiar una variedad de casos de estudio mediante entrevistas en profundidad, las cuales han aportado información y conocimiento acerca de la composición de la estructura financiera de las CTA y del proceso de toma de decisiones sobre el empleo de los distintos instrumentos financieros que lo componen.

De hecho, se constata que el haber realizado estas entrevistas ha abierto una oportunidad excelente para conocer de primera mano el desglose de las partidas contables más relevantes de nuestro estudio como el capital social, los fondos de reserva, las deudas con entidades de crédito u otras deudas financieras contenidas en las cuentas anuales y que son aquellas que muestran las distintas bases de datos como la elaborada por el propio MONDRAGON. De otra manera hubiera sido imposible detectar la importancia de la financiación institucional o aquella asociada a proyectos de I+D+i o los entresijos del capital social en cuanto a las aportaciones y conceptos capitalizados.

Así mismo, las preguntas realizadas han sido pertinentes, lo cual ha sido clave para recoger información interesante acerca de las causas, motivaciones y preferencias de las direcciones financieras entrevistadas. Al tener un guión semiestructurado como sugiere Hernández *et al.* (2014), no todas han aportado información relevante sobre todos los apartados, pero las distintas CTA han realizado aportaciones muy interesantes, cada una desde su óptica y realidad. A partir de estos supuestos, se ha proyectado la estructura financiera que ellos y ellas consideran como sostenible a largo plazo y los factores que intervienen en su definición.

Por tanto, los resultados han servido para contextualizar las decisiones financieras de las cooperativas de trabajo asociado de Mondragón que, si bien no se pretende generalizar, van a ser importantes para aportar indicios o evidencias que apoyan aspectos discutidos en el marco teórico de la tesis, así como matices destacables y útiles para enfocar la investigación cuantitativa posterior. En este sentido, las conclusiones que aquí se recogen se han tenido en cuenta tanto para definir las hipótesis del estudio cuantitativo, tal y como sugiere Hendersson (2009), como para interpretar los resultados que derivan del mismo. Así, la investigación realizada con base a la información económico-financiera de las CTA

de MONDRAGON trata de refutar o desechar dichas hipótesis que ayudan a dar respuesta a los objetivos de investigación planteados en el capítulo relativo a la metodología.

A continuación, se exponen las conclusiones más importantes que, en cierto modo también responden a aspectos analizados en la revisión del estado del arte, al plantear algunas preguntas de investigación en este sentido.

En cuanto a la **composición** del balance de las CTA de MONDRAGON, cabe comentar la singular configuración de su estructura financiera y en especial de sus instrumentos de patrimonio neto, aspecto que, en nuestra opinión, condiciona la financiación de estas sociedades. Su capital social está constituido por aportaciones obligatorias realizadas por las personas socias sin que estas respondan a una motivación exclusivamente financiera, al contrario que las aportaciones voluntarias y la capitalización de conceptos retributivos, figuras empleadas con naturalidad. Como comentan Cabaleiro *et al.* (2019) en las CTA el incremento de la base social viene dado por el desarrollo de la actividad cooperativizada, aspecto con el que están de acuerdo las personas entrevistadas. Así mismo, y relacionado con este hecho, parece confirmarse la cuatela con la actúan estas sociedades a la hora de la admisión de las personas socias comentada por Melgarejo *et al.* (2012), por los comentarios relacionados con el compromiso que la CTA adquiere para con esa persona, los cuales van mucho más allá que los meramente financieros.

No obstante, la capitalización de intereses y retornos, si bien son fórmulas de ampliación de la cifra de capital, poseen una naturaleza temporal en la sociedad, ya que son capitales que terminan saliendo en el momento en el que la persona socia causa baja. Por tanto, se reafirma que el capital social es un valor variable, que si bien reviste la forma contemplada en el artículo 60.1. b) y se clasifica en los fondos propios de la cooperativa - tal y como comenta Arenaza (2009) y corroboran las NNCC -, como apuntan Martín & Olmedo (2013) no ofrece plena garantía hacia terceros, función que sí cumplen los fondos de reserva (obligatorios y voluntarios de carácter restringido)¹⁰¹.

Por el contrario, respecto a otras aportaciones voluntarias con clara finalidad financiera comentan que, si bien muchas cooperativas reconocen haber hecho uso, hoy día son fórmulas en claro retroceso; o los otros instrumentos de captación de ahorros (títulos participativos, participaciones especiales,...) los cuales no son figuras generalizadas en las cooperativas de MONDRAGON, en el sentido comentado por Alzola & Villafañez (2016). Estas autoras achacan el escaso uso a la existencia de otras alternativas que ofrece el sistema financiero y que pueden adaptarse mejor a las necesidades de las CTA en cuanto a plazo, coste y volumen.

Sin embargo, en las personas entrevistadas persiste una impresión de debilidad relativa a sus fondos propios, por no disponer de las herramientas suficientes o adecuadas para conservar, a su voluntad, un patrimonio neto sólido. Por tanto, según los resultados de este estudio, parece que las alternativas que la ley cooperativa contempla para afrontar esta debilidad no son suficientemente efectivos para resolver este obstáculo. En la práctica, las

¹⁰¹ Queda pendiente, por tanto, analizar las conclusiones de un estudio con los mismos fines de sociedades cooperativas de trabajo asociado que hubieran optado por no modificar su régimen económico y en el que el capital social se clasificara en el pasivo empresarial; aspecto que también afectaría a los factores determinantes de la dinámica de la estructura financiera.

direcciones financieras afirman que es la retención de resultados la única vía efectiva para reforzar los fondos propios de las CTA, alternativa que supone un coste de oportunidad para las personas socias y que no siempre es fácil de llevar a cabo.

Por el contrario, no parece que en la configuración de los recursos ajenos las CTA de MONDRAGON presenten grandes diferencias respecto de la que podría encontrarse en las sociedades capitalistas. Por un lado, se descubre que en muchas CTA la financiación ligada con proyectos de I+D+i es muy apreciada y, por otro lado, parece haber indicios para enunciar que la singularidad de los fondos propios antes comentada influye en la composición de su pasivo, por ser parte de un todo, y poseer menos alternativas para captar fondos que engrosen su patrimonio neto.

En cuanto a la **toma de decisiones financieras**, las declaraciones de las direcciones financieras van en consonancia con Agirre (2001) y Dow (2018) por considerar a las cooperativas como modelos empresariales que también tienen que obtener el máximo de rentabilidad posible para conservar una buena posición competitiva, respetando para ello los principios cooperativos, lo que produce que las formas en que se articulen los derechos sociales y económicos difieran considerablemente de las sociedades capitalistas.

En este sentido, se confirma que el colectivo de personas socias y sus representantes en los órganos juegan un papel relevante, sobre todo, en lo que a recursos propios se refiere. La decisión de la distribución del excedente se produce en el consejo rector, en general, acompañado por una propuesta de la dirección. No obstante, parece haber bastante sintonía, por lo que es habitual que las propuestas de las direcciones financieras salgan adelante. Para las personas entrevistadas la construcción de un patrimonio común por medio de las reservas es un aspecto clave y, además, les sirve como punto de partida para estimar las futuras necesidades financieras de la empresa.

Además, parece lógico concluir que las cooperativas que quisieran crecer deberían incrementar los recursos propios, ya sea dotando mayores fondos de reserva restringidos, obligatorios o voluntarios. Así, el fortalecimiento de los recursos propios vía patrimonio común se erige en una fórmula fundamental para alcanzar la sostenibilidad financiera a largo plazo de las cooperativas, en consonancia con Tortia (2018). Otra alternativa constituye la entrada de personas socias colaboradoras como Mondragon Inversiones para aquella cooperativa en el que su estructura financiera no es suficientemente sólida para dar respuesta a las oportunidades de inversión que requiere su estrategia competitiva. Se confirma, por tanto, la importancia de la intercooperación financiera de MONDRAGON comentada por, entre otros, Albizu & Basterretxea (1998), Landeta *et al.* (2016) o Arando & Arenaza (2018).

Por el contrario, en las decisiones de recursos ajenos existe bastante autonomía del departamento financiero (con descargos al consejo de dirección y al consejo rector), coincidiendo las preferencias, a grandes rasgos, con el orden jerárquico sugerido por teoría del *pecking order*. Así mismo, se intuye que existe una clara distinción de los instrumentos cuyo vencimiento es a corto plazo, de aquellos que responden a necesidades que deban cubrirse a más largo plazo. Por tanto a la hora de estudiar los factores determinantes del endeudamiento será esencial incorporar elementos que permitan su estudio diferenciado.

Por otro lado, en relación con los aspectos relativos a la información se manifiesta el cumplimiento de las funciones de control y seguimiento del consejo rector, donde la información es una constante, lo que elimina o minimiza posibles problemas derivados de asimetría informativa e incluso de conflictos debidos a conductas interesadas de las personas directivas (en el sentido comentado por Boninet *al.* 1993; Ben-Ner & Jones 1995; Dow, 2003; Addison, 2005; Fakhfakh *et al.*, 2012). Así, las direcciones financieras demuestran, con sus palabras, buscar el bien del colectivo de personas socias anteponiendo la pervivencia de la sociedad por encima de cualquier otro interés personal; interés principal de las personas socias de una entidad como la CTA donde lo que se cooperativiza es el trabajo. Sin embargo, no se percibe más motivo que este para razonar que las cooperativas representen un modelo más resiliente, tal y como aprecian autores como Perotín (2004), Arando (2008), Burdín (2014), Boone & Özcan (2014), Pimenta & Stewart (2015) o Fusco & Migliaccio (2018), entre otros. Aspecto que, en nuestra opinión, debería consultarse también a las entidades financieras acreedoras al objeto de comprobar si tal impresión tiene algún efecto en el momento de concesión de la financiación a las CTA.

Como se ha comentado, esta investigación no detecta evidencias para deducir que en las CTA se produzcan **problemáticas financieras** como, por ejemplo, el problema de recurso común comentado por Milgrom & Roberts (1993), ya que como comenta Tortia (2018) la individualización del patrimonio como se da en MONDRAGON evita la aparición de estos problemas. Además, se aprecia que los intereses del colectivo de personas socias suelen estar bastante alineados incluso con los planteamientos de dirección y que, en caso de necesidad, se han desarrollado iniciativas que han tenido un efecto positivo en ese sentido. Tampoco se observan indicios de problemas de infrainversión (Myers, 1977), al comprobar que las CTA de Mondragón son empresas donde las personas socias trabajadoras están dispuestas a invertir más a través de los instrumentos que pongan a su disposición (aportaciones, préstamos, etc.). Tampoco se aprecia ningún problema derivado por el distinto horizonte temporal de las personas socias (Pejovich, 1969; Furubotn & Pejovich, 1970; Furubotn, 1971, 1976; Jensen & Meckling, 1979), probablemente por el uso generalizado de las cartillas de socios que Ellerman (2013) apunta como una solución adecuada.

Lo que sí trasciende es que las CTA sufren dificultades de financiación por las razones que ya apuntan Alzola & Villafañez (2016), debidas a las escasas alternativas de reforzamiento del patrimonio neto que no supongan romper con los fundamentos cooperativistas. En este sentido, si bien diferentes entidades han mostrado interés en participar en los fondos propios, entre otros motivos, la imposibilidad de otorgar derechos de voto o la nula transferibilidad de los títulos hacen descartar estas opciones. Por el contrario, las cooperativas de mayor tamaño han iniciado procesos de diversificación financiera accediendo a otros tipos de proveedores de financiación distintos de las entidades financieras tradicionales con relativo éxito, por lo que, si bien puede no ser un proceso fácil, parece que todavía hay recorrido a explorar para estructurar la financiación de este tipo de sociedades.

Por otro lado, tampoco hay evidencias de que las CTA de MONDRAGON hayan sufrido restricciones financieras por el hecho de ser cooperativas, como apuntan McKee & Larsen (2012) y Li *et al.* (2015) o, al menos, no más que sus equivalentes capitalistas. Aun siendo un modelo más desconocido en el plano internacional han sabido darse a conocer entre

los proveedores de financiación más cercanos y generar con ellos relaciones de confianza, permitiendo realizar todo tipo de operaciones financieras como cualquier otra empresa. Así, tal y como se asegura en Polo (2014) o Tortia (2021), el hecho de ser cooperativa no tiene por qué perjudicar su financiación si son capaces de acumular garantías colaterales suficientes y entablar relaciones de confianza con entidades financieras cercanas, tal y como evidencian los resultados obtenidos. No obstante, se nota un trabajo de fondo muy importante desde los servicios centrales del propio grupo empresarial para ofrecer soluciones y abrir puertas ante entidades menos familiarizadas con las cooperativas para facilitar el acceso de estas a sus productos y programas; aspecto probablemente más positivo para las cooperativas de menor tamaño y que quizás tampoco tenga tanta relevancia en otras figuras societarias.

En cambio, las direcciones financieras entrevistadas sí denotan cierto conservadurismo financiero en el mismo sentido señalado por Bowles & Ginti (1996), quizás por ser conscientes de que la mayoría de personas socias concentran sus ahorros y trabajo en la misma entidad. Sin embargo, no parece que las cooperativas crezcan o inviertan menos por este conservadurismo, aunque quizás sean prudentes con respecto a los proyectos de inversión que desarrollan.

Por todo ello, existen razones para pensar que el modelo cooperativo sí aporta evidencia de que la forma de estructurar la empresa poniendo en práctica los principios y valores cooperativos son importantes a la hora de configurar su estructura de financiación, en el sentido en el que apuntaban Wald (1999) y Levy & Hennessy (2007). Así mismo, los resultados apuntan a que la pertenencia a un grupo cooperativo como el de MONDRAGON puede tener cierta influencia en la dinámica de la estructura financiera, por poseer tanto guías y políticas como instrumentos de intercooperación que hacen que esta labor sea más favorable para las empresas integrantes, tal como sugieren Joshi & Smith (2008) o Charterina *et al.* (2017).

Por último, cabe mencionar que, en base a los resultados obtenidos, las **teorías financieras** más relevantes son válidas para aclarar la dinámica de la estructura financiera de las CTA, aunque sea parcialmente. Las CTA establecen niveles o rangos adecuados de apalancamiento como predice la teoría del *trade-off* [similar a planteamientos como los de Frank & Goyal (2009) o Azofra & Rodríguez (2012)], al ser conscientes de las ventajas e inconvenientes que implica su uso, concretamente, en cuanto a imperfecciones como los costes derivados de las dificultades financieras y los costes asociados a los problemas de agencia de la deuda - que no de capital, al no existir conflictos de intereses entre dirección y colectivo de personas socias -. De forma similar, reparando en la teoría del *pecking order*, se comprueba la existencia de una jerarquía en el empleo de las distintas fuentes de financiación también en las CTA y en términos muy similares al orden que revelan las sociedades capitalistas, en la que priman la retención de beneficios vía reservas, en el sentido que anticipaba Tortia (2021) y con la salvedad de la preferencia de deuda a largo frente al corto en el orden entre los instrumentos de pasivo. Así mismo, no se tienen certezas sobre las motivaciones que entrañan el uso preferencial que las direcciones financieras de las CTA darían a las alternativas referentes a los fondos propios distintos de la autofinanciación. Sin embargo, se puede afirmar que en base a los resultados de la investigación cualitativa ninguna de las teorías financieras estudiadas explica plenamente la financiación de estas empresas, ni tampoco que una teoría predomine sobre la otra sobre su capacidad de explicación. No obstante, los principios y preceptos generales de estas

dos teorías sirven para explicar las causas, los efectos o las motivaciones de las decisiones de estructura financiera de estas sociedades.

Algo similar ocurre con los **factores determinantes** de la estructura financiera estudiados para cada una de estas teorías. A partir de los resultados anteriores puede explicarse que factores como los escudos fiscales alternativos a la deuda, la rentabilidad, las oportunidades decrecimiento, el tamaño, la edad, la estructura del activo, la liquidez y el sector pueden ser factores significativos a la hora de explicar las diferencias en los niveles de endeudamiento de las CTA de MONDRAGON, tal y como se resume en la siguiente tabla:

Tabla 34. Factores determinantes según resultados de la investigación cualitativa y su relación con el nivel de apalancamiento

	<i>Trade-off</i>	<i>Pecking order</i>	Resultados CTA
Escudos fiscales	(+)		n.s.
Escudos fiscales alternativos a la deuda	(-)		(-)
Rentabilidad	(+)	(-)	(+/-)
Oportunidades de crecimiento / I+D+i	(+/-)	(+)	(+/-)
Tamaño	(+)	(+)	n.s. / (+)
Estructura del activo	(+)	(+)	n.s. / (+)
Riesgo	(-)	(-)	(-)
Edad	(+)	(-)	(+/-)
Liquidez / Generación de recursos		(-)	(-)
Sector	significativo	significativo	significativo

Fuente: Elaboración propia

De este resumen es importante destacar que las cooperativas rechazan cualquier motivación fiscal a la hora de estructurar su financiación, lo cual puede ser explicado por los beneficios tributarios que disfruta (escudos alternativos a la deuda). Por el contrario, parece que muchas de las variables estudiadas en la revisión del estado del arte tendrán un buen encaje en la siguiente investigación cuantitativa, incluidas las relaciones analizadas respecto del nivel de apalancamiento. Además, a la hora de seleccionar variables para el estudio cuantitativo se propone tener en cuenta indicadores del esfuerzo innovador (I+D+i), así como la proporción de personas socias y el factor trabajo, por estar la muestra constituida por cooperativas de trabajo asociado. También se propone considerar las ratios que impactan tanto en el seguimiento generalizado como en la distribución de resultados de las normas congresuales, como son la ratio de independencia, la ratio de reservas (fondos de reserva entre activo total), la de endeudamiento total, la de cobertura del inmovilizado, la de estabilidad patrimonial, la de independencia y la que mide la capacidad de repago de la deuda.

En conclusión, se puede afirmar que existen aspectos analizados en las distintas teorías financieras que también se cumplen en sociedades cooperativas y otras que, para entenderlas, necesitan de cierta adaptación por las razones ya comentadas. Por tanto, en el próximo capítulo se pretende analizar de manera cuantitativa la relación de variables explicativas propuestas en este capítulo con la estructura financiera actual de las CTA de MONDRAGON, al objeto de completar el análisis descriptivo y cualitativo

CAPÍTULO VI

Investigación cuantitativa

1. Introducción

Una vez concluido el capítulo quinto anterior cuyo fin es, además de profundizar en el conocimiento específico de las sociedades de trabajo asociado de MONDRAGON, relativo a la investigación cualitativa, otorgar un contexto adecuado para la definición de los elementos relevantes de la investigación cuantitativa, se aborda la investigación cuantitativa. Este capítulo se centra en dar respuesta al OE5, correspondiente a *identificar los factores determinantes de la dinámica financiera de las CTA de MONDRAGON, considerando, además, su estructura de vencimiento*. Todo ello para contribuir al objetivo general de “analizar la dinámica de la estructura financiera en las cooperativas de trabajo asociado de MONDRAGON en cuanto a la configuración, factores determinantes y comportamiento financiero derivado de las preferencias y motivaciones consideradas en las decisiones de estructura financiera”.

Por ello, a partir de la muestra contenida en la base de datos facilitada por MONDRAGON, se estudian aquellos factores determinantes del comportamiento financiero de las sociedades cooperativas de trabajo asociado, para su posterior contraste con la revisión del estado del arte y las conclusiones de la investigación cualitativa.

En los próximos apartados se desarrolla la parte cuantitativa de la metodología mixta -cualitativa y cuantitativa -, contextualizada en el capítulo IV correspondiente a la metodología, en base a la base de datos descrita en el mismo. Se parte de un apartado donde se detalla el modelo y las variables que se van a emplear, así como las hipótesis a contrastar, distinguiendo entre las relativas a factores generales y las relacionadas con los factores específicos identificados como singulares de las CTA pertenecientes a MONDRAGON. Así mismo, se incluye un apartado en el que se exponen los métodos de estimación propuestos para la obtención de resultados. Dichos resultados se exponen en el siguiente apartado, en el que se incluye además un análisis descriptivo de los factores seleccionados en el modelo. Para el desarrollo de esta investigación cuantitativa se emplea el programa de análisis estadístico STATA/IC 16.1.

Por último, se presenta el análisis e interpretación de los resultados, así como las conclusiones más importantes que tratan de responder a los objetivos marcados para esta investigación.

2. Metodología de la investigación cuantitativa

En los capítulos previos se han presentado los objetivos y motivaciones que inducen a la realización de esta investigación, el contexto y ámbito de aplicación que delimita la unidad de análisis y la revisión del estado del arte que permite entender el encaje del tema de investigación en la literatura científica. Por tanto, y en base al diseño metodológico expuesto en el capítulo IV, a continuación, se presenta la concreción de los elementos principales de la investigación cuantitativa.

2.1. Modelo y Variables

Si bien la revisión del estado del arte ha permitido identificar infinidad de diseños metodológicos para el contraste de las decisiones de estructura financiera de las empresas, en los últimos años un número relevante de ellos basa sus estudios cuantitativos en modelos econométricos de datos de panel. Así, entre los desarrollos mostrados en el capítulo relativo a la metodología de datos de panel, en esta investigación se aplica aquella que permite corregir la endogeneidad patente en muchos estudios previos entre los factores determinantes explicados en el capítulo III. Por tanto, esta problemática se solventa mediante el empleo de un modelo dinámico de datos de panel en el que se incorpora el retardo de la variable dependiente como factor explicativo del mismo (Hennessy & White, 2005; Leary & Roberts, 2005; López & Sogorb, 2008; Castro *et al.*, 2016). Estudios anteriores reconocidos como relevantes, tales como Bradley et al (1984), Titman & Wessles (1988) o Rajan & Zingales (1995), basan sus trabajos de búsqueda de determinantes de la estructura financiera en modelos no dinámicos, es decir, en modelos estáticos. Sin embargo, parece una etapa superada y desde principios del siglo XXI la mayoría de estudios se desarrollan bajo esquemas de modelos dinámicos por aportar resultados más eficientes.

En esta investigación se va a considerar el nivel de apalancamiento de la cooperativa como variable dependiente, al igual que lo hace la amplia mayoría de investigaciones estudiadas en la revisión empírica y así mantener una uniformidad que permita comparar los resultados obtenidos con los expuestos anteriormente en el capítulo III. Como se ha mencionado, se va a emplear para la estimación un modelo dinámico, con lo que se incluye el retardo del nivel de apalancamiento, el cual se corresponde con el factor ya analizado en la revisión del estado del arte denominado como nivel de endeudamiento previo.

Por tanto, de modo genérico el modelo a estimar en esta investigación es el que relaciona la variable dependiente con los factores explicativos estudiados en el estado del arte y que adopta la siguiente formulación; ecuación compuesta por los elementos descritos en el apartado 4.2.1 del capítulo IV:

$$Y_{it} = \alpha Y_{i,t-1} + \sum_{j=1}^n \beta_j X_{jit} + U_{it} \quad \text{Ecuación 2*}$$

Así mismo, como se ha avanzado en la revisión del estado del arte, la estructura de vencimiento de la deuda ejerce una influencia relevante a la hora de estudiar el comportamiento de las variables respecto al nivel de endeudamiento, por lo que en la presente investigación cuantitativa se van a estimar 3 modelos con el mismo esquema de la Ecuación 2, pero con distinta variable dependiente: el nivel de endeudamiento total, el endeudamiento a largo plazo y el endeudamiento a corto plazo.

Además, se cuenta con el análisis realizado en la investigación cualitativa con varias direcciones financieras de CTA, quienes aportan información a considerar en un hipotético modelo que trate de estudiar la dinámica financiera de este tipo de sociedades. Por tanto, esta investigación contempla sus aportaciones y el modelo resultante es aquel que analiza la relación existente entre las decisiones de estructura financiera de las CTA y (1) factores

determinantes que se recogen tanto en el capítulo III, considerados en la literatura como más relevantes por parte de las dos corrientes principales sobre la teoría financiera, a las que, en adelante, se denominará como factores generales, y (2) aquellos identificados como consecuencia de las conclusiones del capítulo V, en el cual se propone una serie de variables a considerar por ser potencialmente interesantes para la configuración de la estructura financiera de las CTA de MONDRAGON, a las que, en adelante, se referirá como factores específicos.

Así, los factores determinantes concretos que se analizan son:

- (1) **Factores generales:** nivel endeudamiento previo, escudos fiscales, escudos fiscales alternativos a la deuda, la rentabilidad económica, oportunidades de crecimiento, estructura del activo, tamaño, riesgo, edad, liquidez, sector.
- (2) **Factores específicos:** patrimonio común, cobertura del inmovilizado, estabilidad patrimonial, capacidad de repago de la deuda, proporción de personas socias y factor trabajo.

Como puede observarse, la selección no responde, exclusivamente, a ninguna teoría financiera en concreto, sino que se adoptan estas variables independientemente del enfoque de las teorías que lo sustentan. Si bien hay investigaciones como la de López & Sogorb (2008), que conforman modelos diferenciados por cada una de las teorías, en este estudio se opta por plantear un único modelo, al haber encontrado evidencia científica de la mayoría de las variables para las dos teorías más relevantes, *trade-off* (TOT) y *pecking order* (POT), como lo hacen Antoniou *et al.* (2008), Alipour *et al.* (2015), Matias & Serrasqueiro (2017) o Yildirim *et al.* (2018), entre otros.

Así mismo, también son abundantes los trabajos cuantitativos que emplean factores generales y específicos en un único modelo (por ejemplo, Aybar *et al.*, 2004; Antoniou *et al.*, 2008; Rodeiro *et al.*, 2010), aunque la especificidad de los factores lo marca el propio objetivo de la investigación (factores institucionales, de estrategia, características personales, etc.).

Por todo ello, se plantea que todas las variables, generales y específicas, integren un único modelo, como el de la Ecuación 2, al constituir este un estudio exploratorio y no existir trabajos previos que muestren evidencias acerca de qué teorías explican mejor la dinámica financiera de las cooperativas de trabajo asociado.

Antes de entrar en detalle en cada una de las variables, conviene puntualizar que una de las problemáticas a abordar por las investigaciones que estudian la estructura financiera de las empresas es la de delimitar la naturaleza de las distintas variables que la teoría predice como explicativas del apalancamiento. Así, el recurso empleado por los estudios empíricos de la literatura es representar a los distintos factores como variables *proxy*, al ser complicada una medición satisfactoria de los mismos. Por tanto, la siguiente Tabla 35 recoge la descripción y la medición propuesta para cada una de las variables que conforman el modelo. Así mismo, se asocia cada variable a las investigaciones referentes que anteriormente hayan utilizado la misma forma de medición en dichos factores y que respaldan, de alguna forma, la selección que se propone en este estudio. Estas investigaciones referentes provienen de la revisión de trabajos empíricos realizados en el

capítulo III, en el que además de los estudios genéricos basados mayoritariamente en formas capitalistas, también se apuntaban trabajos concretos sobre sociedades cooperativas. En consecuencia, además de autores referentes que han empleado la misma *proxy*, también se incorporan las referencias a los trabajos en los cuales las personas investigadoras de trabajos basados en cooperativas han optado por emplear estas formas de cuantificar las variables de este modelo, aunque en algún caso el fin de la investigación haya sido otro diferente a este (por ejemplo, en factor trabajo).

Tabla 35. Medición de las variables

Variables	Descripción	Estudios previos de referencia
Variable dependiente		
Ratio de endeudamiento total (RET)	Pasivo total / Activo total	Van der Wijst & Thurik (1993), Chittenden <i>et al.</i> (1996), Michaelas <i>et al.</i> (1999), Hall <i>et al.</i> (2004), Sogorb (2005)
Ratio de endeudamiento a largo plazo (REL)	Pasivo no corriente / Activo total	
Ratio de endeudamiento a corto plazo (REC)	Pasivo corriente / Activo total	
Variables explicativas generales		
Endeudamiento previo (RET₋₁ / REL₋₁ / REC₋₁)	Variable retardada de la ratio de endeudamiento correspondiente	Ozkan (2001), Frank & Goyal (2004), Antoniou <i>et al.</i> (2008) López & Sogorb (2008), Cheng & Katchova (2019)
Escudos fiscales (EF)	Tipo impositivo efectivo calculado por la división entre el impuesto sobre sociedades satisfecho y el resultado antes de impuestos	De Angelo & Masulis (1980), Haugen & Senbet (1986), Booth <i>et al.</i> (2001), Fama & French (2002), Antoniou <i>et al.</i> (2008)
Escudos fiscales alternativos a la deuda (EFAD)	Ratio que surge a partir de la división de los gastos de amortización y el activo total de la empresa	Bradley <i>et al.</i> (1984), Titman & Wessels (1988), Wald (1999) Michaelas <i>et al.</i> (1999), Banerjee <i>et al.</i> (2000), Leary & Roberts (2005), Viviani (2008), Seo & Choi (2016)
Rentabilidad económica (RE)	La rentabilidad medida por los resultados antes de intereses e impuestos y el total activo de la empresa (También conocido por ROA, por sus siglas en inglés)	Titman & Wessels (1988), Chiarella <i>et al.</i> (1992), Fama & French (2002), Antoniou <i>et al.</i> (2008), López & Sogorb (2008), Viviani (2008), Seo & Choi (2016), Hernández <i>et al.</i> (2016), Masa <i>et al.</i> (2016), Zubiaurre <i>et al.</i> (2016)
Oportunidad de crecimiento (OC)	Ratio que relaciona los activos intangibles (como aproximación a Gastos de I+D+i) y las ventas del ejercicio	Aybar <i>et al.</i> (2000)
*** Oportunidades de crecimiento / Estructura del activo (OC/EA)	Nivel de intangibles de la empresa, medido por el cociente entre los activos intangibles y el activo total	Bradley <i>et al.</i> (1984), Titman & Wessels (1988), Michaelas <i>et al.</i> (1999), Aybar <i>et al.</i> (2000), Sogorb (2002)
Estructura del activo (EA)	Tangibilidad de la estructura de inversión medida por la división de los activos no corrientes y el activo total.	Friend & Lang (1988), Rajan & Zingales (1995), Banerjee <i>et al.</i> (2000), Hall <i>et al.</i> (2004), López & Sogorb (2008), Hernández <i>et al.</i> (2016), Daskalakis <i>et al.</i> (2017), Mateos & Guzmán (2018), D'Amato (2020)
Tamaño (TA)	Dimensión empresarial representado por el logaritmo natural del activo total.	Ang (1992), Homaifar <i>et al.</i> (1994), Rajan & Zingales (1995), Wald (1999), Banerjee <i>et al.</i> (2000), Fama & French (2002), Ozkan (2001),

		López & Sogorb (2008), Viviani (2008), Frank & Goyal (2009), Lájara & Mateos (2012), Hernández <i>et al.</i> (2016), Masa <i>et al.</i> (2016)
Variables explicativas generales		
Probabilidad de insolvencia (PI)	Probabilidad de insolvencia medida por la división entre los gastos financieros y el resultado antes de impuestos e intereses	Azofra (1978), Sogorb (2002), López & Sogorb (2003)
Riesgo (RI)	Riesgo de la empresa, representado por la volatilidad del resultado operativo, a través del valor absoluto de la primera diferencia del resultado operativo (variación en %) menos el promedio de las primeras diferencias.	Antoniou <i>et al.</i> (2002, 2006)
Edad (ED)	Antigüedad de la empresa representado por el logaritmo natural del número de años en funcionamiento desde la constitución de la empresa	Coleman & Carski (1990), Arjona <i>et al.</i> (1998), Wagenvoort & Hurst (1999), Romano <i>et al.</i> (2000), Aybar <i>et al.</i> (2001), López & Sogorb (2008), Hernández <i>et al.</i> (2016), Masa <i>et al.</i> (2016), D'Amato (2020)
Liquidez (LI)	Ratio de liquidez, calculada por la división del activo corriente por el pasivo corriente	Ozkan (2001), Sogorb (2002), Antoniou <i>et al.</i> (2006), Lájara & Mateos (2012), Martínez <i>et al.</i> (2015), Masa <i>et al.</i> (2016), Zubiaurre <i>et al.</i> (2016), Mateos & Guzmán (2018), D'Amato (2020)
Variables explicativas específicas		
Patrimonio común (PN)	Ratio que mide la proporción de patrimonio común sobre el total de patrimonio neto de la cooperativa de reservas, calculada por la división entre los fondos de reserva (obligatorios y voluntarios) y el patrimonio neto	Ratio de referencia empleada por MONDRAGON
Cobertura del inmovilizado (CI)	Ratio que recoge la relación entre el patrimonio neto y el activo no corriente	Ratio de referencia empleada por MONDRAGON, Ananiadis, Notta & Oustapassidis (2003)
Estabilidad patrimonial (EP)	Ratio que se obtiene de dividir los importes de los Fondos de reserva y del capital social cooperativo, previos a la distribución del excedente del ejercicio económico al que corresponda	Ratio de referencia empleada por MONDRAGON
Capacidad de repago de la deuda (CRD)	Cociente obtenido por la división entre la deuda financiera neta de la cooperativa y su beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (conocido como EBITDA)	Ratio de referencia empleada por MONDRAGON, Zubiaurre <i>et al.</i> (2016)
Proporción de personas socias (PPS)	Proporción que se obtiene dividiendo las personas socias trabajadoras entre los puestos medios de la cooperativa	Ratio de referencia empleada por MONDRAGON, Mateos & Guzmán (2018), Hernández <i>et al.</i> (2020), Hernández (2020)
Factor trabajo (FT)	Ratio que relaciona los gastos de personal generados en el ejercicio respecto al valor añadido de la empresa	Ratio de referencia empleada por MONDRAGON, Masa <i>et al.</i> (2016), Zubiaurre <i>et al.</i> (2016)

Fuente: Elaboración propia

La Tabla 35 expone la forma de calcular, además de las 3 variables dependientes (RET, REL, REC) que se emplean en modelos con configuración idéntica, la definición de las variables explicativas que los integran (tanto generales como específicas). Cabe señalar que se han desechado aquellas variables o *proxies* que, si bien se consideran importantes para el seguimiento y la toma de decisiones de las CTA de MONDRAGON, miden un factor similar a alguna que ya está incluida y/o puede presentar una correlación alta con alguna variable del modelo, como la ratio de independencia o la tasa de rendimiento empresarial.

En cuanto a las variables explicativas generales del modelo, se debe mencionar la inclusión de la *proxy* OC/EA, cuya naturaleza es mixta debido a que algunos autores la emplean para recoger el efecto de las oportunidades de crecimiento (OC), mientras que otros la utilizan como representación de la estructura del activo (EA). Por tanto, independientemente de que el modelo incluye una medición que, en nuestra opinión, puede ser más efectiva para recoger el efecto tanto de las OC como de la EA, se propone la incorporación al modelo de esa *proxy* mixta por si pudiera resultar significativa y contribuir a entender mejor los determinantes del nivel de apalancamiento de las sociedades cooperativas de trabajo asociado objeto de estudio. Esta decisión se asienta en el hecho de que, por un lado, el crecimiento o la inversión es un aspecto relevante para las direcciones financieras entrevistadas en cuanto a su capacidad de influencia en la determinación de la estructura financiera de las CTA y, por otro lado porque, como se ha podido comprobar en la revisión de la literatura empírica, existe una elevada controversia en cuanto a su importancia y signo de su efecto.

Por otro lado, algo similar ocurre con las variables Probabilidad de insolvencia (PI) y Riesgo (RI), debido a que si bien ambas responden a la misma predicción, son dos fórmulas de medición encontradas en la literatura financiera y que es posible que resulten significativas a la hora de estudiar el comportamiento financiero de las CTA. La diferencia radica en que la primera considera que son cooperativas con más riesgo aquellas cuyo resultado antes de intereses e impuestos no son capaces de cubrir los gastos financieros devengados en el ejercicio, o que destinan un alto porcentaje del mismo a su cobertura; mientras que la segunda variable considera que las CTA de mayor riesgo son aquellas cuyo resultado operativo muestra mayor volatilidad y, por tanto, incertidumbre para con la imagen de solvencia que puedan transmitir a los distintos proveedores de financiación.

En algunas de las variables utilizadas se aplica una transformación logarítmica al objeto de acotar el rango de la variable en una cantidad menor que la original, debido a que, entre otras ventajas, esta transformación reduce la sensibilidad de las estimaciones a las observaciones atípicas, consigue controlar la posible no linealidad de los datos y evita problemas de heterocedasticidad que pueden surgir en la estimación de los modelos.

Además, como consecuencia de la metodología de estimación propuesta (estimación en primeras diferencias) no se permite contemplar variables como la del sector (variable dummy) o la edad, definida como los años transcurridos desde su constitución, ya que tienden a la unidad en modelos definidos en primeras diferencias, aunque en este último caso se resuelve esta problemática a través del uso del logaritmo neperiano (Sogorb, 2003). No ocurre lo mismo con la variable sector, por lo que, si bien se ha considerado en la revisión del estado del arte, no se ha conseguido incluir su efecto en los modelos propuestos.

Por otro lado, están las variables específicas introducidas por su relevancia en los aspectos económico-financieros del grupo cooperativo MONDRAGON. Como se observa en la investigación cualitativa, algunas de ellas se emplean para describir la situación financiera de la CTA, como la ratio de patrimonio común o de reservas (PN) o la capacidad de repago de la deuda (CRD). Otras, en cambio, se utilizan como condicionantes de la distribución de resultados, limitando la individualización del patrimonio de la CTA y favoreciendo la

constitución de reservas, como es el caso de la cobertura del inmovilizado (CI) y la ratio de estabilidad patrimonial (EP). Por último, se incorporan dos variables que determinan el carácter de la actividad cooperativizada de la CTA, al ayudar a discriminar las sociedades donde el factor trabajo tiene un mayor o menor peso en el valor añadido de la empresa (FT) o si ese mismo factor trabajo está compuesto por una mayor o menor proporción de personas socias trabajadoras (PPS).

Sin embargo, no se han considerado otras variables que se han empleado en diferentes investigaciones relativas a las sociedades cooperativas por poseer ya el modelo *proxies* que miden aspectos similares, aunque se caractericen de otra forma, como el nivel de capitalización, el de autofinanciación o el número de personas socias, o por no disponer de datos para su cálculo, como en el caso de la heterogeneidad de las personas socias o las características de las personas que comprenden el consejo rector de las CTA.

En conclusión, el modelo a estimar en esta investigación es el siguiente:

$$Y_{it} = \alpha Y_{i,t-1} + \beta_1 EF_{it} + \beta_2 EFAD_{it} + \beta_3 RE_{it} + \beta_4 OC_{it} + \beta_5 OC/EA_{it} + \beta_6 TA_{it} + \beta_7 PI_{it} + \beta_8 RI_{it} + \beta_9 ED_{it} + \beta_{10} LI_{it} + \beta_{11} PC_{it} + \beta_{12} CI_{it} + \beta_{13} EP_{it} + \beta_{14} CRD_{it} + \beta_{15} PPS_{it} + \beta_{16} FT_{it} + U_{it}$$

Ecuación 4

Donde Y_{it} es la variable dependiente, $Y_{i,t-1}$ la variable dependiente retardada, α_{it} los interceptos por empresa (i) y año (t), β_j el coeficiente de regresión de la j-ésima variable, X_{jit} la i-ésima observación en el momento t para la variable j, y U_{it} el término de error de la i-ésima observación en el momento t. Así mismo, U_{it} es la suma de los efectos individuales de empresa (μ_{it}), es decir, las características propias e inherentes a cada una de ellas; los efectos temporales (δ_{it}); y los efectos aleatorios (ε_{it}), tal y como se explica en el apartado metodológico del capítulo IV. Además, las variables se definen como:

EF = escudos fiscales.

EFAD = escudos fiscales alternativos a la deuda.

RE = rentabilidad económica.

OC = oportunidades de crecimiento.

OC/EA = *proxy* mixta, que recoge oportunidades de crecimiento y estructura del activo.

TA = tamaño.

PI = probabilidad de insolvencia.

RI = riesgo.

ED = edad.

LI = liquidez.

PC = patrimonio común.

CI = cobertura del inmovilizado.

EP = estabilidad patrimonial.

CRD = capacidad de repago de la deuda.

PPS = proporción de personas socias.

FT = factor trabajo.

En el siguiente apartado se desgranar cada una de estas variables explicativas, lo que permite definir de forma concreta las hipótesis a contrastar con el modelo dinámico de datos de panel propuesto en este mismo apartado.

2.2. Hipótesis

El objetivo general de esta investigación no es otro que el de analizar la dinámica de la estructura financiera en las cooperativas de trabajo asociado de MONDRAGON en cuanto a la configuración, factores determinantes y comportamiento financiero derivado de las preferencias y motivaciones consideradas en las decisiones de estructura financiera. Así, este apartado trata de definir las variables significativas que condicionan la dinámica financiera de dichas empresas, así como la relación que ha de esperarse respecto de la variable dependiente que, como ya se ha anticipado en el apartado anterior, se trata de la ratio de endeudamiento descompuesta en sus tres niveles (endeudamiento total, largo plazo y corto plazo). Por ello, en base a la revisión del estado del arte, complementado con la investigación cualitativa realizada en el capítulo V, a continuación se formulan las hipótesis de la investigación cuantitativa.

Siguiendo el esquema de la Tabla 35 del apartado anterior, se definen las hipótesis en dos secciones. En la primera parte, las hipótesis relacionadas con las variables que afectan al nivel de apalancamiento, basándose para su determinación en los postulados generales de las dos teorías financieras relevantes en el campo de las decisiones de estructura financiera: la teoría del *trade-off* y la teoría del *pecking order* (factores generales). A continuación, se concreta el grupo de hipótesis relacionadas más estrechamente con la naturaleza cooperativa de las sociedades objeto de estudio, que las distinguen de las empresas de carácter capitalista, lo cual justifica su inclusión en el modelo (factores específicos).

2.2.1. Factores determinantes generales de la estructura financiera de las empresas objeto de estudio

A. NIVEL DE ENDEUDAMIENTO PREVIO

Al igual que en empresas de naturaleza capitalista, es posible considerar que el nivel de endeudamiento previo pueda ser un factor influyente en la determinación de su estructura financiera si bien el signo de su relación puede ser positivo o negativo. Esto ocurre debido a que, dependiendo del nivel previo de apalancamiento, este puede favorecer o entorpecer la contratación de nueva deuda. La Tabla 19 del capítulo III muestra las investigaciones que han obtenido evidencia empírica considerando la teoría del *trade-off* (TOT), como, entre otros, Marsh (1982), MacKie-Mason (1990b), Mato (1990), Kremp *et al.* (1999), De Miguel & Pindado (2001), Hovakimian *et al.* (2001), Ozkan (2001), Fama & French (2002), Antoniou *et al.* (2002, 2006, 2008), Gaud *et al.* (2005), Navarrete (2012), Jovanovic (2015), Nejad & Wasiuzzaman (2015), mientras que en la Tabla 28, aparecen las investigaciones relevantes basadas en la teoría del *pecking order* (POT), como las de Stiglitz & Weiss (1981), Fama & French (1998), Bougheas *et al.* (2006) o Castro *et al.* (2016).

Además, como el modelo de datos de panel es dinámico debe incorporar la variable retardada de la variable dependiente, por lo que es de esperar una relación significativa entre la ratio de endeudamiento empleada como variable dependiente y su retardada. Por

todo ello, las hipótesis para con el nivel de endeudamiento previo en esta investigación cuantitativa son:

H₁: El nivel de endeudamiento previo influye en el nivel de endeudamiento total actual de las CTA de MONDRAGON.

H₂: El nivel de endeudamiento previo influye en el nivel de endeudamiento a largo plazo actual de las CTA de MONDRAGON.

H₃: El nivel de endeudamiento previo influye, en el nivel de endeudamiento a corto plazo actual de las CTA de MONDRAGON.

B. ESCUDOS FISCALES

Tal y como se ha manifestado en los capítulos previos, existen dudas fundadas para apoyar un efecto fiscal en la configuración de la estructura financiera de las sociedades cooperativas de trabajo asociado. Su régimen fiscal especial en el que, por un lado, el empleo de instrumentos de patrimonio neto supone una minoración de la cuota tributaria (intereses de aportaciones y dotación al fondo de reserva obligatorio, en parte deducibles) y, por otro lado, la dotación de la protección fiscal en forma de beneficios tributarios (menor tipo impositivo, bonificaciones, etc.) que le otorga la legislación vigente, explican estas suposiciones.

Si bien existe una evidencia empírica contrastada respecto de este factor, como puede observarse en la Tabla 10 [apartado 4.1.A, capítulo III], la cual incorpora investigaciones como las de Scott (1976), De Angelo & Masulis (1980), Haugen & Senbet (1986), Davis (1987), Mackie-Mason (1990a), Graham (1996, 2000), Graham *et al.* (1998), Sogorb & López (2003), Bas *et al.* (2010) Alipour *et al.* (2011), Chen & Chen (2011), Miguel & Filipe (2015), Clemente (2016), también es numerosa la evidencia que muestra una relación contraria o no significativa a las predicciones de la teoría del *trade-off*, como por ejemplo Bradley *et al.* (1984), Titman & Wessels (1988), Fischer *et al.* (1989), Rodríguez & Azofra (1993), Fama & French (1998), Michaelas *et al.* (1999), Antoniou *et al.* (2002), Frank & Goyal (2009), Handoo & Sharma (2014), Serrasqueiro *et al.* (2016), Kuč & Kaličanin (2020) [tabla10, apartado 4.1.A del capítulo III].

En este sentido, las direcciones financieras entrevistadas en la investigación cualitativa corroboran la insignificancia del efecto fiscal que predice el *trade-off* (Modigliani & Miller, 1963); teoría que predice que las empresas con mayores tipos impositivos efectivos presentan un nivel de endeudamiento más alto, especialmente asociado al de largo plazo (Scholes & Wolfson, 1992). Barclay & Smith (1995) o Cuñat (1999) tampoco evidencian una relación relevante al asociar la variable escudos fiscales con la madurez de la deuda.

Teniendo en consideración los argumentos precedentes, las hipótesis con relación a los escudos fiscales son:

H₄: Los escudos fiscales de las CTA de MONDRAGON no son significativos en la determinación de su nivel de endeudamiento total.

H₅: Los escudos fiscales de las CTA de MONDRAGON no son significativos en la determinación de su nivel de endeudamiento a largo plazo.

H₆: Los escudos fiscales de las CTA de MONDRAGON no son significativos en la determinación de su nivel de endeudamiento a corto plazo.

C. ESCUDOS FISCALES ALTERNATIVOS A LA DEUDA

Como se ha comentado, la especial protección de las CTA en el ámbito geográfico en el que se sitúan estas sociedades de MONDRAGON hace que los escudos fiscales alternativos a la deuda adquieran una mayor importancia a la hora de condicionar su dinámica financiera. En este caso se refiere, además de a los beneficios fiscales mencionados anteriormente, a otros gastos fiscalmente deducibles como las amortizaciones y provisiones, o a las deducciones fiscales por inversión en activos no corrientes, actividades de i+D+i o creación de empleo; en este caso incentivos fiscales comunes todos ellos al resto de sociedades capitalistas. En este sentido, como señalan De Angelo & Masulis (1980), cuanto mayores son estos escudos fiscales alternativos menores serán sus necesidades de recurrir a la financiación externa, por lo que se intuye una relación negativa entre estos y el nivel de endeudamiento empresarial total, como evidencian los trabajos, entre otros, de Scott & Martin (1975), Bowen *et al.* (1982), Kim & Sorensen (1986), Barton *et al.* (1989), Prowse (1990), Givoly *et al.* (1992), Rodríguez & Azofra (1993), Wald (1999), Wiwattanakantag (1999), Fama & French (2000), De Miguel & Pindado (2001, 2007), Ozkan (2001), Sogorb & López (2003), Bauer (2004), Acedo (2005), Sogorb (2005), Huang & Song (2006), Sayilgan *et al.* (2006), Antoniou *et al.* (2008), López & Sogorb (2008), Clemente (2016), Bajramovi (2017), Li & Stathis (2017), Gutiérrez *et al.* (2019) [Tabla 11, apartado 4.1.B del capítulo III], al igual que lo que ocurre en las investigaciones con base en cooperativas, como en Viviani (2008), Lajara & Mateos (2012, 2014) y Mateos & Guzmán (2018).

Así mismo, otros trabajos hallan el mismo resultado cuando relacionan este factor considerando, además, la madurez de la deuda, como en los trabajos de Sogorb (2005) o de D'Amato (2020).

En el caso de esta investigación, y a falta de otros datos que permitan cuantificar los demás beneficios tributarios mencionados, se emplea la referencia de la amortización como en Bradley *et al.* (1984), Titman & Wessels (1988), Wald (1999) Michaelas *et al.* (1999), Banerjee *et al.* (2000), Leary & Roberts (2005), Viviani (2008) y Seo & Choi (2016), los dos últimos utilizando una muestra de sociedades cooperativas.

Por tanto, considerando los argumentos anteriores las hipótesis formuladas con relación a los escudos fiscales alternativos a la deuda son:

H₇: Las CTA de MONDRAGON con mayores posibilidades de deducción impositiva alternativas a la deuda tienen menor nivel de endeudamiento total

H₈: Las CTA de MONDRAGON con mayores posibilidades de deducción impositiva alternativas a la deuda tienen menor nivel de endeudamiento a largo plazo

H₉: Las CTA de MONDRAGON con mayor proporción de escudos fiscales alternativos a la deuda utilizan menor nivel de deuda a corto plazo

D. RENTABILIDAD

Según la teoría del *trade-off* (TOT) es de esperar que las CTA con grandes ingresos fiscales gravables muestren un nivel de endeudamiento elevado, además de que la rentabilidad se considera un indicativo de la menor posibilidad de dificultades financieras (Jensen, 1986; Fama & French, 2002). Por el contrario, la teoría del *pecking order* (POT) revela una

relación negativa de la rentabilidad respecto del apalancamiento empresarial (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984), debido a que es representativo de la capacidad de autofinanciación de la CTA.

En este sentido, cuanto más rentable es una cooperativa, mayor dotación deberá realizar, por lo menos, a los fondos de reserva obligatorios, por lo que es de esperar un menor uso de la deuda. Si bien la literatura científica obtiene resultados en ambos sentidos, son más las investigaciones que demuestran un vínculo inverso, el cual es más acentuado en trabajos empíricos basados en cooperativas como en Viviani (2008), Kebede (2011), Martínez *et al.* (2015), Hernández *et al.* (2016) y Seo & Choi (2016). Se puede encontrar abundante evidencia empírica de esta relación asociada a la teoría del *pecking order* en investigaciones como Toy *et al.* (1974), Kester (1986), Barton & Gordon (1988), Friend & Lang (1988), Titman & Wessels (1988), Allen & Mizuno (1989), Baskin (1989), Jensen, *et al.* (1992), Van der Wijst & Thurik (1993), Rodríguez (1993), Taylor & Lowe (1995), Rajan & Zingales (1995), Chittenden *et al.* (1996), Arjona *et al.* (1998), Shyam-Sunder & Myers (1999), Michaelas *et al.* (1999), Wald (1999), Wiwattanakantag (1999), Graham (2000), Fama & French (2000), Graham & Harvey (2001), Ozkan (2001), Booth *et al.* (2001b), De Miguel & Pindado (2001), Fama & French (2002), Antoniou *et al.* (2002, 2008), Bevan & Danbolt (2002), Frank & Goyal (2003), Sánchez (2004), Acedo (2005), Gaud *et al.* (2005), Azofra *et al.* (2007), Otero *et al.* (2007), López & Sogorb (2008), Frank & Goyal (2009), Bas *et al.* (2010), Franco *et al.* (2010), Ahmed Sheikh & Wang (2011), Chen & Chen (2011), Kayo & Kimura (2011), Alipour *et al.* (2011), Thi Nguyen *et al.* (2014), Miguel & Filipe (2015), Mugosa (2015), Kakilli (2015), Paredes *et al.* (2016), Castro *et al.* (2016), Güner (2016), Singh (2016), Serrasqueiro *et al.* (2016), Sofat & Singh (2017), Thanh & Huong (2017), Yildirim *et al.* (2018), Vásquez & Lamothe (2018), Rojas *et al.* (2019), Gutiérrez *et al.* (2019), Nguyen & Nguyen (2020) [Tabla 20, apartado 4.2.A del capítulo III].

Por tanto, las hipótesis para la presente investigación cuantitativa son:

H₁₀: Las CTA de MONDRAGON con mayor nivel de rentabilidad económica tienen menor nivel de endeudamiento total.

H₁₁: Las CTA de MONDRAGON con mayor nivel de rentabilidad económica tienen menor nivel de endeudamiento a largo plazo.

H₁₂: Las CTA de MONDRAGON con mayor nivel de rentabilidad económica tienen menor nivel de endeudamiento a corto plazo.

E. OPORTUNIDADES DE CRECIMIENTO

Debido a los múltiples enfoques analizados, este es uno de los factores más controvertidos a la hora de predecir la relación que puede haber entre el crecimiento de las CTA y su nivel de endeudamiento. Por un lado, según el postulado de POT, como consecuencia de las mayores oportunidades de crecimiento, la empresa debe contar con un mayor uso de la deuda, una vez que se agote la autofinanciación (Myers, 1984). Este hecho tiene relación con la asociación continua que las distintas direcciones de CTA entrevistadas hacían respecto del esfuerzo innovador de la cooperativa, las cuales mostraban un interés constante en presentar sus proyectos de I+D+i a programas de subvención con los cuales obtener financiación a largo plazo en unas condiciones muy ventajosas. Por el contrario, los participantes en la investigación cualitativa señalaron que contar con más proyectos de inversión que impliquen un crecimiento en la empresa también se asocia a presentar un

balance menos saneado que una empresa madura y estable, por lo que es posible que implique mayores restricciones financieras para con sus proveedores de financiación tradicionales. En este sentido, TOT también predice para este factor una relación negativa con el endeudamiento a largo plazo, dado que las empresas en crecimiento suelen poseer menos ingresos gravables que puedan permitir que se aprovechen las ventajas fiscales de la deuda (Jenses & Mecking, 1976; Myers, 1977), un menor efecto colateralizable de los activos intangibles (Rajan & Zingales, 1995) y, además, mayor probabilidad de dificultades financieras (Azofra & Fernández, 1999). En cambio, según esta misma teoría, las empresas con mayores oportunidades de crecimiento suelen presentar una relación positiva con la deuda a corto plazo, por ser este tipo de instrumentos financieros más efectivos a la hora de resolver problemas de agencia como los de subinversión o sustitución de activos.

La literatura científica es prolífica en cuanto a resultados, al igual que en los trabajos basados en cooperativas, donde los diferentes autores muestran resultados mixtos al emplear diferentes *proxies* para medir esta variable. Han encontrado una relación acorde (negativa) con las predicciones de la teoría del *trade-off* investigaciones como las de Bradley *et al.* (1984), Long & Malitz (1985), Smith & Watt (1992), Chung (1993), Rodríguez & Azofra (1993), Homaifar *et al.* (1994), Barclay *et al.* (1995), Rajan & Zingales (1995), Johnson (1997), Van der Wijst (1997), Cuñat (1999), Brailsford *et al.* (1999), Kremp *et al.* (1999), Michaelas *et al.* (1999), Wald (1999), Wiwattanakit (1999), Ozkan (2001), Bevan & Danbolt (2002), Antoniou *et al.* (2002, 2008), Bauer (2004), Harvey *et al.* (2004), Acedo (2005), Buferna *et al.* (2005), Gaud *et al.* (2005), Huang & Song (2006), Sayilgan *et al.* (2006), López & Sogorb (2008), Kayo & Kimura (2011), Mugosa (2015), Alipour *et al.* (2015), Nejad & Wasiuzzaman (2015), Güner (2016) [Tabla 13, apartado 4.1.D del capítulo III]. Por el contrario, muestran una relación coincidente (positiva) con los postulados de la teoría del *pecking order* los trabajos empíricos de Myers (1984), Harris & Raviv (1991), Graham (1996), Jordan *et al.* (1998), Aybar *et al.* (2000), De Miguel & Pindado (2001), Goyal *et al.* (2002), Sogorb & López (2003), Frank & Goyal (2003), Benito (2003), Boedo & Iglesias (2004), Chen (2004), Otero *et al.* (2007), Adam & Goyal (2008), Chen & Chen (2011), González & González (2012), Thi Nguyen *et al.* (2014), Miguel & Filipe (2015), Kakilli (2015), Singh (2016), Serrasqueiro *et al.* (2016), Bajramovi (2017), Thanh & Huong (2017) [Tabla 21 del apartado 4.2.B del capítulo III].

Por tanto, y en base a los argumentos anteriores, las hipótesis formuladas con relación a las oportunidades de crecimiento en esta investigación cuantitativa son:

H₁₃: Las CTA de MONDRAGON con mayores oportunidades de crecimiento presentan distinto nivel de endeudamiento total.

H₁₄: Las CTA de MONDRAGON con mayores oportunidades de crecimiento presentan mayor nivel de endeudamiento a largo.

H₁₅: Las CTA de MONDRAGON con mayores oportunidades de crecimiento presentan menor nivel de endeudamiento a corto plazo.

F. ESTRUCTURA DEL ACTIVO

Las teorías financieras revelan un vínculo entre la configuración del activo en cuanto a naturaleza e intensidad con el nivel de endeudamiento (Myers & Majluf, 1984; Rajan & Zingales, 1995; Booth *et al.* 2001b). Por tanto, es de esperar que las CTA que cuenten con mayores activos tangibles colateralizables muestren un mayor nivel de endeudamiento, al

ofrecer mayores garantías y reducir las posibles asimetrías informativas. Así, varios trabajos empíricos exponen esta relación también para sociedades cooperativas (Viviani, 2008; Kebede, 2011; Seo & Choi, 2016).

Sin embargo, las CTA de MONDRAGON consultadas no tienen tan clara dicha relación, mientras que sí ven una asociación importante entre el plazo de permanencia del activo y el vencimiento de su financiación. Esperan una mayor proporción de endeudamiento a largo plazo cuando el activo esté configurado con más activos no corrientes, mientras que, al igual que Chittenden *et al.* (1996), la financiación a corto plazo estará inversamente relacionado con el mismo. En este sentido, Mateos & Guzman (2018) encuentran evidencia empírica de dichas relaciones en su investigación cuantitativa basada en cooperativas.

La evidencia empírica de la literatura que apoya estas predicciones también es abundante, donde se demuestra una relación positiva de la estructura del activo respecto del nivel de endeudamiento total empresarial, como por ejemplo Myers (1977), Marsh (1982), Bradley *et al.* (1984), Long & Malitz (1985), Harris & Raviv (1990), Mackie-Mason (1990a), Mato (1990), Prowse (1990), Smith & Watt (1992), Balakrishnan & Fox (1993), Rajan & Zingales (1995), Arjona *et al.* (1998), Jordan *et al.* (1998), Kremp *et al.* (1999), Michaelas *et al.* (1999), Wald (1999), Hall *et al.* (2000), Booth *et al.* (2001b), Menéndez (2001), Omet & Nobanee (2001), Bevan & Danbolt (2002), Antoniou *et al.* (2002), Frank & Goyal (2003), Sogorb & López (2003), Chen (2004), Buferna *et al.* (2005), Gaud *et al.* (2005), Sayilgan *et al.* (2006), Vendrell (2008), Frank & Goyal (2009), Bas *et al.* (2010), Ahmed Sheikh & Wang (2011), Kayo & Kimura (2011), Pinková (2012), Handoo & Sharma (2014), Castro *et al.* (2016), Serrasqueiro *et al.* (2016), Bajramovi (2017), Thanh & Huong (2017), Yildirim *et al.* (2018) [Tabla 14, apartado 4.1.E, capítulo III] y los de Bester (1987), Azofra & De Miguel (1991), Jordan *et al.* (1998), Aybar *et al.* (2000), Frank & Goyal (2003), Bougheas *et al.* (2006), Antoniou *et al.* (2008), Noulas & Genimakis (2011), Hernández & Ríos (2012), Mugosa (2015), Serrasqueiro *et al.* (2016), Paredes *et al.* (2016) [Tabla 22, apartado 4.2.C del capítulo III].

Así mismo, también son numerosos los autores que han considerado la madurez de la deuda y evidencian una relación positiva con el endeudamiento a largo plazo y negativa, por el contrario, con el corto plazo como en Titman & Wessels (1988), Van der Wijst (1989), Diamond (1991), Chung (1993), Van der Wijst & Thurik (1993), Barclay & Smith (1995), Chittenden *et al.* (1996), Demirgüç-Kunt & Maksimovic (1996), Cuñat (1999), Hall *et al.* (2000), Ozkan (2000), Bevan & Danbolt (2002), Sogorb (2005), Bougheas *et al.* (2006), Vendrell (2008), Abor & Biekpe (2009), Bas *et al.* (2010), Degryse *et al.* (2012), Padilla *et al.* (2015), Serrasqueiro *et al.* (2016), Thanh & Huong (2017), Vo (2017), Tulcanaza & Lee (2019), Kuč & Kaličanin (2020).

Por tanto, y en base a los argumentos anteriores, las hipótesis formuladas con relación a la estructura del activo de este trabajo empírico son:

H₁₆: Las CTA de MONDRAGON con mayores proporciones de activos no corrientes presentan un mayor nivel de endeudamiento total.

H₁₇: Las CTA de MONDRAGON con mayores proporciones de activos no corrientes presentan un mayor nivel de endeudamiento a largo plazo.

H₁₈: Las CTA de MONDRAGON con mayores proporciones de activos no corrientes presentan un menor nivel de endeudamiento a corto plazo.

G. TAMAÑO

Según la teoría del *trade-off* el apalancamiento empresarial aumenta conforme se incrementa la dimensión de la empresa, debido a que el mayor tamaño reduce la probabilidad de quiebra al encontrarse más diversificada (Titman & Wessels, 1988; Frank & Goyal, 2009). Por otro lado, en empresas de mayor dimensión también se produce una profesionalización de la dirección de la empresa, reduciendo la asimetría informativa y, en consecuencia, los costes incurridos en la contratación de instrumentos financieros, lo que favorece el mayor nivel de endeudamiento (Titman & Wessels, 1988; Fama & French, 2002; Gaud *et al.*, 2005).

La investigación cualitativa también arroja resultados en los que las CTA entrevistadas consideran al tamaño como un factor determinante del endeudamiento, aunque lo asocian más al acceso a instrumentos más especializados que a presentar mayor o menor nivel de endeudamiento. Este hecho puede relacionarse con la asociación que Diamond (1989) o Fattouh *et al.* (2008) hacen entre el tamaño y la reputación, si bien estos autores justifican que este motivo facilita a las empresas la obtención de endeudamiento a largo plazo. Sin embargo, es de esperar que en las empresas de menor tamaño se quiera preservar cierta independencia que, como consecuencia, hace que prefieran que su financiación provenga de fondos internos, o bien de la financiación externa a corto plazo, revelando una relación inversa entre el tamaño y la financiación a corto plazo.

La evidencia empírica se encuentra dividida en cuanto a la relación que el endeudamiento exhibe frente al tamaño empresarial, incluso en sociedades cooperativas. Muestran una relación favorable (positiva) bajo la teoría del *trade-off* trabajos como el de Bates (1971), Scott & Martin (1975), Jensen & Meckling (1976), Kim & Sorensen (1986), Friend & Lang (1988), Titman & Wessels (1988), Crutchley & Hanson (1989), Van der Wijst (1989, 1997), Mato (1990), Ang (1992), Smith & Watt (1992), Klein & Belt (1993), Rodríguez & Azofra (1993), Scherr *et al.* (1993), Van der Wijst & Thurik (1993), Homaifar *et al.* (1994), Petersen & Rajan (1994), Hutchinson (1995), Rajan & Zingales (1995), Chittenden *et al.* (1996), Graham (1996, 1999), Berger & Udell (1998), Wald (1999), Wiwattanakantag (1999), Brailsford *et al.* (1999), Hall *et al.* (2000), Booth *et al.* (2001b), Menéndez (2001), Romano *et al.* (2001), Omet & Nobanee (2001), Bevan & Danbolt (2002), Antoniou *et al.* (2002, 2008), Sogorb (2002), Fama & Frech (2002), Frank & Goyal (2003), Sogorb & López (2003), Bauer (2004), Sánchez (2004), Acedo (2005), Buferna *et al.* (2005), Bougheas *et al.* (2006), Jiménez & Palacín (2007), Vendrell (2008), López & Sogorb (2008), Frank & Goyal (2009), Ahmed Sheikh & Wang (2011), Thi Nguyen *et al.* (2014), Richard & Oluwatosin (2014), Miguel & Filipe (2015), Mugosa (2015), Serrasqueiro *et al.* (2016), Thanh & Huong (2017), Gutiérrez *et al.* (2019) [Tabla 15 apartado 4.1.F del capítulo III], mientras que apoyando la teoría del *pecking order* exhiben una relación positiva estudios como el de Fazzari *et al.* (1988), Rajan & Zingales (1995), Barclay & Smith (1996), Banerjee *et al.* (2000), Menéndez (2001), Frank & Goyal (2003), Gaud *et al.* (2005), Frank & Goyal (2009), Noulas & Genimakis (2011), Mugosa (2015), Serrasqueiro *et al.* (2016), Singh (2016), Thanh & Huong (2017), Vásquez & Lamothe (2018), Rojas *et al.* (2019) [Tabla 23 del apartado 4.2.D del capítulo III].

Por otro lado, Barnea *et al.* (1980), Titman & Wessels (1988), Mato (1990), Diamond (1991), Barclay & Smith (1995), Demirgüç-Kunt & Maksimovic (1996), Cuñat (1999), Ozkan (2000), Hall *et al.* (2000), Bevan & Danbolt (2002), Bougheas *et al.* (2006), Rodeiro *et al.* (2010), Vo (2017) exponen resultados que asocian el tamaño y el endeudamiento a largo plazo con una relación directa, mientras que el signo respecto del endeudamiento a corto plazo es negativo.

Por tanto, las hipótesis relativas al factor tamaño respecto del endeudamiento de las CTA siguen una línea más teórica, siendo las relaciones esperadas las siguientes:

H₁₉: Las CTA de MONDRAGON con mayor tamaño muestran un mayor nivel de endeudamiento total.

H₂₀: Las CTA de MONDRAGON con mayor tamaño muestran un mayor nivel de endeudamiento a largo plazo.

H₂₁: Las CTA de MONDRAGON con mayor tamaño muestran un menor nivel de endeudamiento a corto plazo.

H. RIESGO

El riesgo también es un factor considerado como determinante de la estructura financiera y autores como Bradley *et al.* (1984), Titman & Wessels (1988) y Jordan *et al.* (1998), pronostican una relación negativa para esta variable, es decir, que aquellas empresas que presenten mayor probabilidad de insolvencia poseen un menor nivel de endeudamiento. Esta relación se halla en la literatura tanto por autores con enfoque de la teoría del *trade-off*, como Bradley *et al.* (1984), Titman & Wessels (1988), Prowse (1990), Mackie-Mason (1990a), Givoly *et al.* (1992), Homaifar *et al.* (1994), Brailsford *et al.* (1999), Wald (1999), Omet & Nobanee (2001), Booth *et al.* (2001b), Antoniou *et al.* (2002), Ahmed Sheikh & Wang (2011), Handoo & Sharma (2014), Clemente (2016), Oktavina *et al.* (2018), Nguyen & Nguyen (2020) [Tabla 16 del apartado 4.1.G del capítulo III], como bajo el enfoque de la teoría del *pecking order*, como Fazzari *et al.* (1988), Sogorb & López (2003), Noulas & Genimakis (2011), D'Amato (2020) [Tabla 24, apartado 4.2.E, capítulo III].

El riesgo empresarial se mide, como ya se ha adelantado en el apartado anterior, bien por la volatilidad de resultados operativos (variable RI), o bien por ratios que representen o pronostiquen la insolvencia o la liquidación de las empresas (variable PI). En este caso, se opta por incluir ambos enfoques considerando tan válida una forma de medir como la otra como factor determinante del endeudamiento de las cooperativas.

En este sentido, aquellas empresas que presenten más riesgo (independiente de su *proxy*) tendrán menor capacidad de endeudamiento a largo plazo, aspecto coherente con los resultados de la investigación cualitativa del capítulo V. Por el contrario, es posible esperar que posean mayor deuda a corto plazo, aunque sea en peores condiciones, ya que las situaciones adversas también requieren cierta financiación. Varios autores muestran una relación negativa a largo plazo y positiva a corto, como Flannery (1986), Cuñat (1999), Jun & Jen (2003), Bougheas *et al.* (2006) y Alipour *et al.* (2015). Así mismo, Hernández *et al.* (2016) al analizar los determinantes de la estructura financiera de las cooperativas obtiene una relación significativa y positiva, justificando esta posición en el sentido que se apunta más arriba, en el cual las empresas con más riesgo presentan mayor endeudamiento a corto plazo ante la imposibilidad de obtener financiación a más largo plazo.

Par tanto, y con base en los argumentos anteriores, las hipótesis formuladas con relación al factor riesgo de este trabajo empírico son:

H₂₂: Las CTA de MONDRAGON con mayor riesgo detentan un menor nivel de endeudamiento total.

H₂₃: Las CTA de MONDRAGON con mayor riesgo detentan un menor nivel de endeudamiento a largo plazo.

H₂₄: Las CTA de MONDRAGON con mayor riesgo detentan un mayor endeudamiento a corto plazo.

I. EDAD

Las teorías financieras más relevantes consideran la edad de la empresa como un factor determinante, si bien TOT y POT predicen relaciones opuestas para la misma respecto del endeudamiento total. En este sentido, algunas investigaciones señalan que la edad recoge el historial de solvencia de la sociedad, manifestando una relación positiva al amparo de la teoría del *trade-off* (Sharpe, 1990; Diamond, 1991; Rajan, 1992; Boot, 2000) y existe evidencia empírica que lo demuestra, como los trabajos de Van der Wijst (1989), Sharpe (1990), Diamond (1991), Bates (1991), Barclay & Smith (1996), Berger & Udell (1998), Boot (2000), Frank & Goyal (2003), Acedo (2005), Bougheas *et al.* (2006), Vendrell (2008), Frank & Goyal (2009), Rodeiro *et al.* (2010), Vijayakumaran & Vijayakumaran (2018) [Tabla 17, apartado 4.1.H, capítulo III].

Por el contrario, Myers & Majluf (1984) aducen que las empresas de mayor antigüedad poseen mayor trayectoria de acumulación de fondos de reserva, por lo que esperan un bajo nivel de endeudamiento en estas, como se demuestra en Myers & Majluf (1984), Petersen & Rajan (1994), Petersen & Rajan (1995), Chittenden *et al.* (1996), Arjona *et al.* (1998), Berger & Udell (1998), Michaelas *et al.* (1999), Hall *et al.* (2000), Aybar *et al.* (2001), Sogorb & López (2003), López *et al.* (2004), Otero *et al.* (2007), López & Sánchez (2007), López & Sogorb (2008), Vendrell (2008), Noulas & Genimakis (2011), Navarrete (2012), Miguel & Filipe (2015), Debnath (2015) [Tabla 25 del apartado 4.2.F del capítulo III]. La evidencia empírica en cooperativas es coincidente con esta última suposición, coincidiendo con los postulados de la teoría del *pecking order* como se observan en Viviani (2008) y Kebede (2011).

Aunque los resultados de las entrevistas no son contundentes, sí parece existir una asociación de la edad con la reputación, lo que genera confianza entre las partes y proporciona mayor facilidad para acceder a fondos a más largo plazo, lo que implica una relación positiva para con el endeudamiento a largo plazo.

Por todo ello, las hipótesis para la presente investigación cuantitativa relativas a la edad son:

H₂₅: Las CTA de MONDRAGON con mayor antigüedad presentan un menor nivel de endeudamiento total.

H₂₆: Las CTA de MONDRAGON con mayor antigüedad presentan un mayor nivel de endeudamiento a largo plazo.

H₂₇: Las CTA de MONDRAGON con mayor antigüedad presentan un menor nivel de endeudamiento a corto plazo.

J. LIQUIDEZ

Según la teoría del *pecking order*, la liquidez de los activos de una empresa está relacionada negativamente con el nivel de apalancamiento, debido a que será menos necesario acudir a fuentes externas (Antoniou *et al.*, 2002). Las investigaciones que incluyen la liquidez como variable explicativa hallan relaciones negativas entre esta y el nivel de apalancamiento total, como Myers (1984), Myers & Majluf (1984), Baskin (1989), Bathala *et al.* (1994), Graham (1996), Jordan *et al.* (1998), Brailsford *et al.* (1999), Aybar *et al.* (2000), De Miguel & Pindado (2001), Antoniou *et al.* (2002), Sogorb & López (2003), López & Sogorb (2008), Franco *et al.* (2010), Ahmed Sheikh & Wang (2011), Navarrete (2012), Nejad & Wasiuzzaman (2015), Serrasqueiro *et al.* (2016), Singh (2016), Rojas *et al.* (2019) [Tabla 26, apartado 4.2.G, capítulo III].

También hay trabajos basados en cooperativas que han obtenido resultados en este sentido, como los de Viviani (2008), Martínez *et al.* (2015), Mateos & Guzmán (2018), siendo coherentes estos con las conclusiones de nuestra investigación cualitativa.

Sin embargo, la liquidez también se asocia a una mayor probabilidad de cumplir las obligaciones contraídas por parte de una empresa, por lo que representa cierta garantía para con sus proveedores de fondos, lo cual se traduce en un vínculo positivo entre dicho factor y el endeudamiento a largo plazo (Thi Nguyen *et al.*, 2014; Serrasqueiro *et al.*, 2016; Kuč & Kaličanin, 2020). Los resultados del trabajo empírico de Mateos & Lájara (2014) en cooperativas concuerdan también con dichas predicciones, al observar una relación negativa con el endeudamiento total y con la deuda a corto plazo de las cooperativas, además de una relación positiva significativa entre la liquidez y la deuda a largo.

Por tanto, las hipótesis para la presente investigación cuantitativa relativas a la liquidez son:

H₂₈: Las CTA de MONDRAGON con mayor liquidez poseen un menor nivel de endeudamiento total.

H₂₉: Las CTA de MONDRAGON con mayor liquidez poseen un mayor nivel de endeudamiento a largo plazo.

H₃₀: Las CTA de MONDRAGON con mayor liquidez poseen un menor nivel de endeudamiento a corto plazo.

2.2.2. Factores determinantes específicos de la estructura financiera de las empresas objeto de estudio

A. PATRIMONIO COMÚN

Como se ha comentado en la revisión de la literatura, los fondos de reserva constituyen una figura clave en la configuración de la estructura financiera de las CTA, principalmente por el complemento que supone al capital social en la fortaleza y garantía patrimonial. Esto ocurre por el hecho de que estos fondos se corresponden con una parte importante del patrimonio común de las cooperativas, es decir, la parte no individualizada entre las personas socias y, por tanto, su fin fundamental es la absorción de las posibles pérdidas futuras de la sociedad. Por ello, esta ratio que recoge el porcentaje que supone la parte

común frente al total del patrimonio neto es utilizada en el habitual seguimiento que el grupo cooperativo hace de las cooperativas que integran MONDRAGON.

Tortia (2018) comenta que cuanto más individualizado es el patrimonio de la CTA, mayor es la dependencia hacia la financiación externa, por lo que es de esperar una relación significativa entre este factor y el nivel de endeudamiento. Así, se cree que cuanto mayor sea la proporción de patrimonio común menor será el apalancamiento, por ser indicativo de una alta autofinanciación, mientras que, si la parte individualizada es mayor, se requerirá de mayor financiación externa, debido a que es posible que estos importes se reembolsen a las personas socias trabajadoras en caso de baja.

Sin embargo, y atendiendo a los resultados de la investigación cualitativa, las distintas direcciones opinan que, para la obtención, sobre todo, de financiación a más largo plazo es necesario contar con unos recursos propios sólidos, por lo que también se espera encontrar un vínculo positivo entre esta variable y el endeudamiento a largo plazo.

Por todo ello, y atendiendo a los argumentos expuestos anteriormente, las hipótesis de la presente investigación cuantitativa con relación al patrimonio común son:

H₃₁: Las CTA de MONDRAGON evidencian una relación significativa entre la proporción de patrimonio común que presentan y el nivel de endeudamiento total.

H₃₂: Las CTA de MONDRAGON que presentan una mayor proporción de patrimonio común poseen un mayor nivel de endeudamiento a largo plazo.

H₃₃: Las CTA de MONDRAGON que presentan una mayor proporción de patrimonio común poseen un menor nivel de endeudamiento a corto plazo.

B. COBERTURA DEL INMOVILIZADO

Esta ratio constituye uno de los indicadores que condicionan la política de autofinanciación de las CTA de MONDRAGON, en el sentido de que a mayor valor de este índice mayor será la proporción del excedente que se destina a retornos cooperativos, es decir, al patrimonio individualizado de la persona socia, si bien estas cantidades pueden capitalizarse y no reembolsarse, si no se rehúsa esta opción, a las personas socias hasta el momento de abandonar la cooperativa. La función de esta ratio es empujar a las cooperativas con bajos índices de cobertura del inmovilizado a dotar más fondos de reserva al objeto de equilibrar desajustes que revelan una dependencia hacia la financiación externa.

Además, Ananiadis *et al.* (2003) también emplean esta variable en su investigación. Estos autores consideran que, si la relación entre el capital social y el activo no corriente es alta, la cooperativa puede cubrir sus necesidades de inversión con sus propios recursos, por lo que predicen una relación negativa con el endeudamiento.

Así, y considerando los argumentos anteriores, las hipótesis relativas a la variable cobertura del inmovilizado son:

H₃₄: Las CTA de MONDRAGON con mayor ratio de cobertura de inmovilizado tienen menores niveles de endeudamiento total.

H₃₅: Las CTA de MONDRAGON con mayor ratio de cobertura de inmovilizado tienen menores niveles de endeudamiento a largo plazo.

H₃₆: Las CTA de MONDRAGON con mayor ratio de cobertura de inmovilizado tienen menores niveles de endeudamiento a corto plazo.

C. ESTABILIDAD PATRIMONIAL

Este indicador es, al igual que el de cobertura de inmovilizado, otro de los que posibilita una mayor o menor distribución de resultados entre las personas socias trabajadoras de las CTA. Se incluye esta variable en la forma en la que MONDRAGON interpreta la estabilidad patrimonial, es decir, a través de relación porcentual existente, antes de la distribución de los excedentes netos del ejercicio, de la suma de fondos de reserva sobre el capital social. En este sentido, valores superiores de este indicador permiten repartir mayores retornos cooperativos, por entender MONDRAGON que dicha CTA se encuentra en una situación de fortaleza financiera. Así, se establece un vínculo positivo respecto del endeudamiento, dado que a mayor estabilidad patrimonial menores serán los recursos destinados a la autofinanciación y, en consecuencia, mayor el apalancamiento. Lájara & Mateos (2012) y Mateos & Lájara (2014) emplean un factor similar, medido por la ratio de capitalización, cuyas suposiciones son equivalentes a las que se plantean para esta variable¹⁰².

Por todo ello, y considerando los argumentos anteriores, las hipótesis para la presente investigación cuantitativa son:

H₃₇: Las CTA de MONDRAGON con mayor estabilidad patrimonial presentan mayor nivel de endeudamiento total.

H₃₈: Las CTA de MONDRAGON con mayor estabilidad patrimonial presentan mayor nivel de endeudamiento a largo plazo.

H₃₉: Las CTA de MONDRAGON con mayor estabilidad patrimonial presentan mayor nivel de endeudamiento a corto plazo.

D. CAPACIDAD DE REPAGO DE LA DEUDA

La ratio que mide este factor (deuda financiera neta / EBITDA) es la relación utilizada por las entidades financieras para evaluar la capacidad de una empresa para hacer frente a todas sus deudas financieras, *neteadas* por el efectivo de la sociedad¹⁰³, en base a su EBITDA (resultados antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones, por las siglas de su traducción inglesa). Además, para el conjunto de direcciones financieras entrevistadas en el capítulo anterior constituye una referencia clara como medida del nivel de endeudamiento que pueda admitirse como sostenible para una cooperativa (referencia de valor entre 2,5 - 3,5), debido a que relaciona un aspecto financiero como la deuda, con uno de carácter económico como es el EBITDA. Además, es otra de las ratios que condicionan la política de distribución de excedentes en el seno de las cooperativas de MONDRAGON, limitando el devengo y reparto de intereses y retornos entre las personas socias si esta ratio excede de determinado nivel. Por todo ello, se cree que, si bien es una

¹⁰² En este caso, Lájara & Mateos (2012) y Mateos & Lájara (2014) miden la capitalización como la división entre la suma de fondos de reserva y capital y el activo total, factor inverso a la variable explicativa utilizada en nuestro modelo, por lo que se decide utilizar el de estabilidad patrimonial, el cual es, además, una ratio de referencia para MONDRAGON.

¹⁰³ Término adoptado de las definiciones que MONDRAGON hace de las ratios que emplea.

variable determinante de la estructura financiera de las CTA de MONDRAGON, al no existir indicios previos sobre su relación respecto del nivel de endeudamiento actual, no es sencillo predecir el efecto de esta variable.

Por un lado, las variaciones de este factor pueden tener diferentes causas como el haber incrementado el endeudamiento, tener más activos líquidos o alterar su capacidad de generar resultados, medido este último por el EBITDA. Así, disponer de valores bajos en esta ratio puede ser un indicador de que la cooperativa se haya endeudado sin dificultades, pero que lo ha hecho en un nivel asumible considerando los activos líquidos y la capacidad de generar resultados. Pero, por otro lado, también está indicando que la cooperativa tiene, aun, mayor capacidad para asumir deuda nueva, lo cual puede hacer intuir una relación inversa respecto del nivel de endeudamiento de la CTA. En este sentido, las CTA que presentan valores altos pueden haber incrementado el endeudamiento de forma desproporcionada a su capacidad de generar resultados y los activos líquidos con los que cuenta, o bien no haber incrementado el nivel de endeudamiento previo habiéndose reducido su EBITDA o su nivel de activos líquidos, lo cual, en cualquier caso, les sitúa en una posición complicada para asumir más endeudamiento a futuro.

Por tanto, y en consideración con los argumentos anteriormente expuestos, se pueden señalar las hipótesis relacionadas con la capacidad de repago de la deuda como las siguientes:

H₄₀: Las CTA de MONDRAGON con menores valores en la ratio de deuda financiera neta entre EBITDA presentan un mayor nivel de endeudamiento total.

H₄₁: Las CTA de MONDRAGON con menores valores en la ratio de deuda financiera neta entre EBITDA presentan un mayor nivel de endeudamiento a largo plazo.

H₄₂: Las CTA de MONDRAGON con menores valores en la ratio de deuda financiera neta entre EBITDA presentan un mayor nivel de endeudamiento a corto plazo.

E. PROPORCIÓN DE PERSONAS SOCIAS

Hernández *et al.* (2020) y Hernández (2020) emplean el total de personas socias como indicador de los recursos internos de la cooperativa¹⁰⁴. Sin embargo, los resultados de la investigación cualitativa niegan rotundamente que exista una relación de naturaleza financiera entre la dimensión del colectivo de personas socias y la estructura financiera de las CTA de MONDRAGON. En este sentido, las direcciones financieras entrevistadas coinciden con Cabaleiro *et al.* (2019) en que la variabilidad de las personas socias viene determinada por la demanda de mano de obra como consecuencia del crecimiento de la cooperativa de trabajo asociado, ya sea en ventas o en activos totales. No obstante, el crecimiento no es el fin concreto de esta investigación, aunque constituye una variable explicativa de nuestro modelo.

Sin embargo, al calcular la proporción de personas socias trabajadoras sobre el total de puestos medios de la cooperativa, se está dimensionando la CTA y, por tanto, parece que el mayor o menor porcentaje de personas socias debería estar relacionado directamente

¹⁰⁴ En nuestro caso, la variable número de personas socias mostraba una excesiva correlación con la variable tamaño, por lo que se decide emplear la ratio de personas socias para evitar la distorsión en resultados que puede ocasionar emplear el anterior.

con la configuración de la estructura financiera de la sociedad. En este sentido, que exista una tasa alta de personas socias puede ser indicativo de unos recursos propios sólidos y hacer que la financiación externa no sea tan necesaria en la financiación del objeto social de la cooperativa. Sin embargo, y como se comenta entre los resultados de la investigación del capítulo V, los entrevistados opinaban que una fortaleza en fondos propios es un requisito indispensable para la obtención de fondos de terceros ajenos a la entidad, sobre todo los de largo plazo.

Por tanto, en nuestra opinión, este factor puede operar en las dos direcciones respecto al nivel de endeudamiento, si bien se pueden predecir las siguientes hipótesis para la presente investigación cuantitativa:

H₄₃: Las CTA de MONDRAGON con mayor proporción de personas socias detentan un nivel de endeudamiento total mayor.

H₄₄: Las CTA de MONDRAGON con mayor proporción de personas socias detentan un nivel de endeudamiento a largo plazo mayor.

H₄₅: Las CTA de MONDRAGON con mayor proporción de personas socias detentan un nivel de endeudamiento a corto plazo mayor.

F. FACTOR TRABAJO

Este factor mide la proporción que suponen los gastos de personal en el valor añadido de la empresa, lo cual puede ser una prueba del mayor grado de intensidad de personas en la CTA o, por el contrario, ser más intensiva en inversiones (activos). En nuestra opinión, esta ratio puede ser un complemento interesante para el factor estructura del activo y aportar información interesante considerando, además, la imposibilidad de emplear el factor sector debido a problemas derivados de estimar un modelo de primeras diferencias antes comentados, al representar este una característica esencial para describir la actividad económica de las CTA. De hecho, constituye uno de los indicadores que MONDRAGON emplea para el seguimiento de las cooperativas que lo integran, además de que Zubiaurre *et al.* (2016) lo emplean en su trabajo de investigación cuya muestra está compuesta por cooperativas industriales de trabajo asociado, si bien estos autores tratan de medir la productividad a través del mismo.

Así, valores altos en esta ratio pueden estar representando que la CTA sea intensiva en mano de obra, lo que puede suponer menores necesidades de financiación a largo plazo y, en consecuencia, mayor en el corto plazo. Por el contrario, las CTA más intensivas en activos recurrirán en mayor medida al endeudamiento a largo plazo, mostrando una relación inversa, lo contrario que con el endeudamiento a corto plazo, donde la relación puede ser positiva.

Por todo ello, las hipótesis asociadas al factor trabajo de nuestra investigación son:

H₄₆: Las CTA de MONDRAGON con mayor intensidad en mano de obra presentan una relación significativa con el nivel de endeudamiento total.

H₄₇: Las CTA de MONDRAGON con mayor intensidad en mano de obra presentan un menor nivel de endeudamiento a largo plazo.

H₄₈: Las CTA de MONDRAGON con mayor intensidad en mano de obra presentan un mayor nivel de endeudamiento a corto plazo.

A modo de resumen se presenta la Tabla 36 en la que se muestran los signos de las relaciones esperadas entre las variables explicativas y las variables dependientes, de acuerdo a las teorías del *trade-off* (TOT) y del *pecking order* (POT). Esta tabla se construye a partir de la Tabla 29 Resumen de variables empleadas en investigaciones según las teorías más relevantes del apartado de recapitulación expuesta en el apartado 4.4 capítulo III, la cual se ajusta a partir de las consideraciones y resultados de la revisión del estado del arte específico realizado para las sociedades cooperativas y de la investigación cualitativa posterior.

Tabla 36. Relaciones esperadas entre los factores determinantes generales de la estructura financiera de las CTA de MONDRAGON

FACTOR	Relación teórica esperada según TOT	Relación esperada según POT	Relación empírica observada	Relación percibida en la investigación cualitativa	Relación planteada en las hipótesis de investigación
Endeudamiento o previo (RET. ₁ , REL. ₋₁ , REC. ₁)	Total (+/-)	Total (+)	Total (+)		Total (+/-)
	L/p (+/-)	L/p (+)	L/p (+)		L/p (+/-)
	c/p (+/-)	c/p (-)	c/p (+/-)		c/p (+/-)
Escudos fiscales	Total (+)		Total (+)	n.s.	n.s.
	L/p (+)		L/p (+/-)		n.s.
	c/p (+/-)		c/p (+)		n.s.
Escudos fiscales alternativos a la deuda	Total (-)		Total (-)	(-)	Total (-)
	L/p (-)		L/p (-)		L/p (-)
	c/p (-)		c/p (+/-)		c/p (-)
Rentabilidad económica	Total (+)	Total (-)	Total (-)	(+/)	Total (-)
	L/p (-)	L/p (-)	L/p (-)		L/p (-)
	c/p (+)	c/p (-)	c/p (+/-)		c/p (-)
Oportunidades de crecimiento	Total (+/-)	Total (+)	Total (+/-)	(+/)	Total (+/-)
	L/p (-)	L/p (+/-)	L/p (+/-)		L/p (+)
	c/p (+)	c/p (+)	c/p (+/-)		c/p (-)
Estructura del activo	Total (+)	Total (+)	Total (+)	n.s./ (+)	Total (+)
	L/p (+)	L/p (+)	L/p (+)		L/p (+)
	c/p (-)	c/p (-)	c/p (-)		c/p (-)
Tamaño	Total (+)	Total (+)	Total (+)	n.s. / (+)	Total (+)
	L/p (+)	L/p (+)	L/p (+)		L/p (+)
	c/p (-)	c/p (-)	c/p (-)		c/p (-)
Riesgo	Total (-)	Total (-)	Total (-)	(-)	Total (-)

FACTOR	Relación teórica esperada según TOT	Relación esperada según POT	Relación empírica observada	Relación percibida en la investigación cualitativa	Relación planteada en las hipótesis de investigación
	L/p (-)	L/p (-)	L/p (-)		L/p (-)
	c/p (+)	c/p (+)	c/p (+)		c/p (+)
Edad	Total (+)	Total (-)	Total (+/-)	(+/ -)	Total (-)
	L/p (+)	L/p (-)	L/p (+/-)		L/p (+)
	c/p (+)	c/p (-)	c/p (+/-)		c/p (-)
Liquidez	Total (+)	Total (-)	Total (-)	(-)	Total (-)
	L/p (+)	L/p (-)	L/p (+)		L/p (+)
	c/p (+)	c/p (-)	c/p (-)		c/p (-)
Patrimonio común					Total (+/-)
					L/p (+)
					c/p (-)
Cobertura del inmovilizado					Total (-)
					L/p (-)
					c/p (-)
Estabilidad patrimonial					Total (+)
					L/p (+)
					c/p (+)
Capacidad de repago de la deuda					Total (-)
					L/p (-)
					c/p (-)
Proporción de personas socias					Total (+)
					L/p (+)
					c/p (-)
Factor trabajo					Total (+/-)
					L/p (-)
					c/p (+)

Fuente: Elaboración propia, siendo “+” la relación esperada positiva entre el factor estudiado y el endeudamiento correspondiente, “-“ la relación esperada negativa entre el factor estudiado y el endeudamiento correspondiente, y “n.s.” cuando no existe relación significativa entre la variable estudiada y el endeudamiento

En cambio, los factores específicos al constituir factores identificados como consecuencia del análisis de resultados de la investigación cualitativa, no cuentan ni con revisión del

estado del arte, ni con predicción de la relación percibida por las direcciones financieras del capítulo V.

A continuación, y antes de la obtención de resultados con los que confirmar o rechazar cada hipótesis, se pasa a profundizar en la metodología aplicada en este estudio, comenzando por el método de estimación.

2.2. Método de estimación

En el capítulo cuarto, relativo a la metodología, se exponen las distintas alternativas para la estimación de modelos que emplean datos de panel y, entre ellas, se muestran aquellas que son más apropiadas en el estudio de modelos estáticos o dinámicos. Dado que de la literatura científica revisada en el capítulo III se desprende que los factores determinantes de la estructura financiera suelen presentar endogeneidad, se descarta emplear modelos estáticos. Como ya se ha comentado, el modelo estático no permite tratar la endogeneidad, mientras que incluir un retardo de la variable dependiente puede ser a la vez, un factor determinante, y un remedio adecuado a tal inconveniente. Además, según Gaud *et al.* (2005) los modelos estáticos de efectos fijos o aleatorios pueden dar lugar a estimadores sesgados e inconsistentes porque el término de error puede estar correlacionado con la variable rezagada.

Por tanto, se centra la investigación en modelos dinámicos que emplean variables instrumentales y estimadores basados en el método generalizado de momentos (MGM, o *GMM* en su versión anglosajona). Sin embargo, al constituir esta una investigación exploratoria se propone emplear, a partir del modelo definido en la Ecuación 2¹⁰⁵, los distintos tipos de estimación basados en *GMM* que resulten adecuados, una vez aplicados los *test* necesarios para determinarlos. Se refiere a estimadores basados en *GMM* como el de primeras diferencias atribuido a Arellano & Bond (1991) y el estimador de sistemas *GMM* propuesto por Arellano & Bover (1995) y Blundell & Bond (1998). Además, tal y como se comenta en el capítulo IV, en ambos casos existe la posibilidad de efectuar el análisis a través de dos mecanismos, *one step* y *two step*, obteniendo en el segundo caso estimadores más eficientes.

Sin embargo, la prueba de Sargan con una estimación que emplea sólo la matriz de pesos homocedástica (*one step*)¹⁰⁶ constata la existencia de una restricción de sobreidentificación en la construcción del modelo. En este sentido, Labra & Torrecilla (2014) comentan que, en paneles de datos con muestras observadas en periodos de tiempo superiores a 10 años, este problema emerge fácilmente, al igual que en presencia de heterocedasticidad. Montero (2010) sugiere emplear versiones robustas de los errores, ya que en caso de heterocedasticidad, según Arellano & Bond (1991), no se conoce la distribución del test de Sargan y se tiende a rechazar la hipótesis nula. Otra opción, si el modelo no está suficientemente sobreidentificado, es emplear un mecanismo bietápico, lo cual también

¹⁰⁵ Puede encontrarse su desarrollo en el apartado 2.1 de este mismo capítulo.

¹⁰⁶ Sólo disponible para la versión *one step*.

contribuye a solucionar el problema detectado. En este sentido, Wijmeijer (2005) apunta a que los mejores estimadores son aquellos estimados por mecanismos en dos etapas y que consideren las versiones robustas de los errores. En consecuencia, como método de estimación de los tres modelos (RET, REL y REC) formulados a partir de la Ecuación 4 se propone emplear *difference GMM* (Arellano & Bond, 1991) y *system GMM* (Arellano & Bover, 1995; Blundell & Bond, 1998) en sus alternativas de *two step* y versiones robustas de los errores. No obstante, aun siendo conocedores de que los resultados alcanzados por esta alternativa son mejores que la opción con errores robustos y *one step*, también van a mostrarse estos resultados a fin de que resulten inspiradores en la valoración de la consistencia de los resultados obtenidos.

En la literatura especializada no existe una norma homogénea para la selección entre el estimador inicial de Arellano & Bond (1991) y el *system GMM* de Arellano & Bover (1995) y Blundell & Bond (1998). Según Montero (2010), en general, es preferible el segundo de ellos, por ser el más reciente y utilizar condiciones de momento adicionales, proporcionando estimadores más eficientes que reportan errores menores. No obstante, también comenta que tiene el inconveniente de que el empleo de *system GMM* requiere la no existencia de autocorrelación en el error aleatorio (ϵ_{it}) ni ninguna correlación entre el efecto del panel (η_i) y la primera diferencia de la primera observación de la dependiente ($y_{i1} - y_{i0}$) (Blundell & Bond, 1998; Blundell, Bond & Windmeijer, 2001); requisitos para lo que no parece ofrecer ningún test de prueba.

3. Resultados

En este apartado se muestra un análisis de los rasgos básicos de las empresas que forman parte de la muestra. Para ello, en primer lugar, se incluye un análisis descriptivo de las variables dependientes y explicativas, además del grado de asociación existente entre las distintas variables. Posteriormente, se exponen los resultados obtenidos de las regresiones de datos de panel realizadas a partir del modelo dinámico definido en apartados anteriores.

3.1. Análisis descriptivo del nivel de endeudamiento y de las variables explicativas

Una vez conocidas todas las variables que intervienen en el estudio empírico, se presentan los principales estadísticos de las mismas al objeto de caracterizar la muestra de CTA de MONDRAGON que se dispone para el periodo comprendido entre 2002 y 2019.

Tabla 37. Estadística descriptiva del nivel de endeudamiento y de las variables explicativas referente a las CTA de MONDRAGON, periodo 2002 – 2019

Variables	Obs	Media	Desviación típica	Mínimo	Máximo
<i>Dependientes</i>					
RET	1,474	0.5580319	0.1781895	0.0441441	1.473118

Variables	Obs	Media	Desviación típica	Mínimo	Máximo
REL	1,474	0.1621862	0.1248706	0	0.8555435
REC	1,474	0.3958457	0.1522939	0.0309019	1.394366
<i>Independientes</i>					
EF	1,474	0.0487467	0.8314976	-5.5	29.15957
EFAD	1,474	0.0436415	0.0288044	0	0.1933377
RE	1,474	0.0240786	0.1077138	-1.493976	0.3489209
OC	1,474	0.0792212	1.294316	0	49.33333
OC/EA	1,474	0.0276701	0.0574351	0	0.5955556
EA	1,474	0.3901607	0.161364	0.0054397	0.8813108
TA	1,474	10.00198	1.516313	4.418841	14.3732
PI	1,474	0.0381159	5.118457	-152.2857	36.66667
RI	1,360	2.574401	7.686726	0	218.9674
ED	1,474	3.27403	0.86935	0	4.770685
LI	1,474	1.74995	0.9217409	0.4295875	14.08163
PC	1,474	0.3894777	0.2811065	-4.41853	4.548622
CI	1,474	1.659906	3.970665	-3.269231	131.6667
EP	1,474	0.8919237	0.8228646	-.4921604	8.860835
CRD	1,474	3.47344	83.14147	-1358.667	2245
PPS	1,474	0.6357355	0.2965552	0	2.575581
FT	1,474	0.8197591	4.734287	-79	128.3333

Fuente: Elaboración propia

Como puede observarse, las CTA de MONDRAGON presentan un endeudamiento total (RET) medio del 55,8%, por lo que en estos términos se emplean más fondos ajenos que recursos propios durante el periodo estudiado comprendido entre 2002 y 2019. Entre los fondos ajenos, destaca en mayor medida el endeudamiento a corto plazo (REC), el cual representa un 39,6% de media sobre el total de la estructura financiera frente al 16,2% del endeudamiento a largo plazo.

Con relación al tipo efectivo impositivo (EF) promedio de las cooperativas cabe comentar que ronda el 4,87%, muy por debajo del tipo impositivo teórico correspondiente a las sociedades cooperativas (20% grandes y 18% pequeñas) en aplicación de la normativa fiscal estudiada en el capítulo II. Este hecho evidencia que efectivamente se aplican los beneficios tributarios reconocidos a las CTA, lo que les permite reducir considerablemente su factura fiscal¹⁰⁷.

¹⁰⁷ Sogorb (2002), para una muestra de pymes de ámbito estatal (no sólo cooperativas) obtiene un tipo medio impositivo promedio del 28%, ligeramente por debajo del 30% que por aquel entonces estaba en vigor para las empresas de reducida dimensión.

En cambio, las amortizaciones (EFAD) suponen de media alrededor del 4,36% del valor de los activos totales, lo cual induce a pensar que es una partida importante y fiscalmente deducible en las CTA, la cual pueden emplear al objeto de reducir su cuota impositiva en sustitución de la deuda. Por el contrario, los activos intangibles (OC/EA), suponen, en promedio, un 2,76% del total activo y permite dimensionar estos activos relevantes a la hora de explicar el crecimiento de las empresas. Así mismo, las CTA de MONDRAGON presentan un activo en el que los activos no corrientes (EA) representan, en promedio, casi un 40% respecto del total.

Por otro lado, los datos señalan que las CTA presentan un valor medio de la variable edad (ED) de 3,27, lo cual se traduce en 26,42 años de promedio, una vez invertida la transformación de la variable en cuya medición se aplica el logaritmo natural. Por otro lado, la rentabilidad económica (RE) media durante el periodo de estudio asciende al 2,41%, mientras que la variable oportunidades de crecimiento (OC) señala que, de media, las cooperativas destinan de cada euro de su cifra de negocio un 0,079 a partidas reconocidas entre los activos intangibles, entre ellas, las actividades de I+D+i.

Además, los estadísticos principales señalan que, en promedio, las cooperativas se encuentran lejos de considerarse en una situación de riesgo por posible insolvencia financiera (PI), al suponer los gastos financieros sólo un 3,81% del beneficio antes de intereses e impuestos y una variabilidad relativa de su resultado operativo. Así mismo, son empresas con activos bastante líquidos, tal y como muestra el valor medio de la variable correspondiente a la liquidez (LI) y, de media, se encuentran en valores recomendados por las entidades financieras en cuanto a la ratio que evalúa la capacidad de repago de la deuda (CRD) - menor a 3,5 veces -.

En relación al patrimonio neto, cabe comentar que, de media, alrededor del 38,95% del mismo corresponde a fondos de reserva que integran el patrimonio común (PC) de las cooperativas y que, previa a la distribución del excedente, las CTA de la muestra presentan por cada euro de capital social 0,8919 de fondos de reserva (EP). Así mismo, demuestran que los fondos permanentes son suficientes para cubrir las necesidades de las inversiones del activo no corriente (CI).

Por último, merece la pena hacer alusión a la naturaleza de la cooperativa y señalar que, en promedio, el 63,57% de los puestos medios están atendidos por personas socias trabajadoras (PPS) y que, efectivamente, los gastos de personal suponen una partida muy elevada del valor añadido (FT) de estas empresas, debido a que de media ascienden al 81,98% del total.

Con la intención de obtener una idea aproximada sobre las relaciones que existen entre los diferentes factores que forman parte de nuestra investigación, presentamos, en la Tabla 38, la matriz de correlaciones bivariantes de Pearson. Como puede observarse, no existe un grado de asociación excesivamente alto entre las variables que pudiera perjudicar las estimaciones realizadas, lo cual induce a aceptar los resultados obtenidos sin problemas relevantes debidas a la correlación entre variables.

Tabla 38. Matriz de correlaciones de las variables explicativas

	RET	REL	REC	EF	EFAD	RE	OC	OC/EA	EA	TA	PI	RI	LI	ED	FR	CI	EP	CRD	PPS	FT
RET	1																			
REL	0.5481***	1																		
REC	0.7254***	-0.1782***	1																	
EF	0.0157	0.0359	-0.0111	1																
EFAD	-0.0044	0.3061***	-0.2572***	0.0345	1															
RE	-0.2682***	-0.3337***	-0.0409	0.0091	-0.2726***	1														
OC	-0.0039**	0.1578	-0.1345**	-0.0103	0.1631	-0.3033***	1													
OC/EA	0.0810***	0.1856***	-0.0575**	-0.0136	0.0542**	-0.1089***	0.6685***	1												
EA	-0.0585**	0.4811***	-0.4647***	0.0368	0.5229***	-0.1782***	0.1297	0.1483***	1											
TA	0.1418***	0.0695***	0.1096***	0.0689**	0.0015	0.2745***	-0.0701	0.0737*	0.1058***	1										
PI	-0.0044	-0.0214	0.0125	0.0183	-0.0797***	0.0138	0.0009*	0.0094	-0.0158	-0.0157	1									
RI	0.1009**	0.0424**	0.0838	-0.0071	-0.0480	-0.0584***	-0.0346	-0.0328***	-0.0288	-0.0353	-0.0055	1								
LI	-0.5982***	-0.1395***	-0.5889***	-0.0245	-0.0387**	-0.0483**	0.1887***	0.0050	-0.1705***	-0.2800***	0.0072	-0.0592	1							
ED	-0.0550**	-0.0213	-0.0471	0.0314	-0.0918***	0.2767***	-0.3007***	-0.1705***	0.1586***	0.5124***	0.0089	-0.0278***	-0.1634***	1						
PC	-0.0550***	-0.0736***	-0.0155	0.0092	-0.1274***	0.1577***	-0.1528*	-0.1267***	-0.0106	0.1448***	-0.0206	-0.0229	-0.0423	0.3196***	1					
CI	-0.1608***	-0.1941***	-0.0294	-0.0071	-0.1222***	0.1024***	-0.0366	-0.0626**	-0.3116***	-0.1833***	0.0004	-0.0080	0.1804***	-0.2136***	-0.1046***	1				
EP	-0.1221***	-0.0870***	-0.0721***	0.0330	-0.0812**	0.0580**	-0.0970	-0.0921***	0.0085	0.1288***	-0.0307	-0.0368	0.0526*	0.2350***	0.5610***	-0.0821***	1			
CRD	0.0287	0.0817***	-0.0335	0.0004	-0.0335	-0.0066	0.0294	0.0185	0.0563**	-0.0130	-0.0019	-0.0455**	-0.0029	-0.0465	-0.0017	-0.0151	-0.0190	1		
PPS	-0.0509***	0.0207	-0.0770***	-0.0523*	-0.0862***	-0.1328***	-0.0428	-0.1446***	0.0455	-0.2942***	0.0215	0.0045	0.0554**	0.0345**	0.0614***	-0.0090	-0.0728***	0.0500*	1	
FT	0.0297	-0.0015	0.0361	-0.0040	-0.0164	-0.0157	-0.0158	0.0237	0.0052	-0.0105	0.0001	-0.0340	-0.0428	-0.0315	0.0053	-0.0001	-0.0005	0.0002	0.0226*	1

Fuente: Elaboración propia. *** indica que el coeficiente es significativo a un nivel del 1%, ** a un nivel del 5% y * a un nivel del 10%

3.2. Resultados obtenidos

A continuación, se presentan los resultados de la estimación del modelo dinámico en diferentes tablas, utilizando datos de panel. Estos resultados se organizan, por un lado, considerando la variable dependiente del modelo, es decir, el modelo relativo a la ratio de endeudamiento total (RET) en la Tabla 39, el modelo correspondiente a la ratio de endeudamiento a largo plazo (REL) en la Tabla 40 y el modelo referente a la ratio de endeudamiento a corto plazo (REC) en la Tabla 41. Por otro lado, y como ya se ha advertido en el apartado anterior, a cada modelo se le aplican los dos métodos de estimación más apropiados, señalados en las tablas de resultados como *difference GMM* y *system GMM*¹⁰⁸. La diferencia entre uno y otro es la construcción de las variables instrumentales empleadas, utilizando sólo diferencias en el primero, y diferencias y niveles en el segundo caso.

Así mismo, y al objeto de explorar la significatividad desde un enfoque amplio, se realizan estimaciones utilizando tanto mecanismos de una etapa (*one step*) como bietápicos (*two step*), si bien en todos los casos se han empleado versiones robustas de los errores, con el objetivo de buscar los estimadores más eficientes posibles. En consecuencia, esta cantidad de estimaciones realizada permite valorar no sólo una relación determinante en un espectro amplio, sino también la consistencia y uniformidad de esa significatividad empleando cada vez métodos de estimación más exigentes.

Así mismo, para cada una de las regresiones se dispone información que permite valorar la calidad de los estimadores, aportando para ello los valores del test de Wald sobre la significación conjunta de las variables incorporadas en la especificación del modelo y los estadísticos del test de Arellano-Bond que posibilitan estudiar la robustez de los resultados.

Por un lado, tal y como puede observarse en las siguientes Tabla 39, Tabla 40 y Tabla 41, los distintos test de Wald indican que en los modelos empleados el grado de significación conjunta de los regresores utilizados es adecuado, debido a que en todos los casos se rechaza la hipótesis nula de inexistencia de relación (estadístico *Chi - cuadrado* distribuido asintóticamente).

Por otro lado, y para que las estimaciones sean consistentes en los modelos dinámicos, se requiere que los errores no estén serialmente correlacionados (Cameron, 2009), lo que puede comprobarse en los resultados mostrados para el test de Arellano y Bond de las Tabla 39, Tabla 40 y Tabla 41. Tal y como se espera, los errores están correlacionados serialmente en el primer orden ($Ar(1)$ $pr > z < 0.05$) que, como indica Moreno (2010), es deseable, de lo contrario estaría señalando la inexistencia de efectos dinámicos y la inadecuación de los estimadores *GMM* así obtenidos. En cambio, en ningún caso existe correlación de segundo orden ($Ar(2)$ $pr > z > 0.05$), lo cual indica que el empleo del primer retardo como instrumento resulta adecuado, al constatar ausencia de autocorrelación serial.

¹⁰⁸ Los resultados se obtienen a partir del comando del programa STATA IC v.16 “xtabond” para *difference GMM* y “xtdpdpsys” para *system GMM*. Se obtienen las diferentes combinaciones en las cuales si no se especifica la opción “twostep” se considera emplear mecanismos en una etapa y “vce(robust)” para asegurar que utiliza la versión robusta de los errores.

Tabla 39. Resultados relativo a la ratio de endeudamiento total (RET)

	<i>Difference GMM</i>				<i>System GMM</i>			
	<i>One step</i>		<i>Two step</i>		<i>One step</i>		<i>Two step</i>	
	Coef	p-valor	Coef	p-valor	Coef	p-valor	Coef	p-valor
RET ₋₁	.451972	0.000	.440041	0.000	.5681368	0.000	.5863832	0.000
EF	-.0010855	0.267	-.0008348	0.231	-.0009732	0.324	-.0014027	0.761
EFAD	-.7577928	0.013	-.6945474	0.037	-.9018554	0.004	-.9470337	0.012
RE	-.4062527	0.000	-.4012798	0.000	-.4228477	0.000	-.4298477	0.004
OC	-.1169555	0.031	-.1249438	0.028	-.1026121	0.083	-.1133935	0.088
OC/EA	.2915092	0.005	.2949976	0.003	.2825332	0.006	.2799319	0.207
EA	-.3207093	0.000	-.3174974	0.000	-.3284024	0.000	-.3289086	0.009
TA	.0793136	0.000	.0791158	0.000	.0553665	0.000	.0586859	0.007
PI	-.0000467	0.676	-.0000369	0.705	-.0000612	0.608	-.0001004	0.763
RI	-.0000532	0.745	-.0000658	0.727	-.0000637	0.779	-.0001025	0.843
ED	-.0479922	0.078	-.0505981	0.094	-.036178	0.142	-.0447335	0.352
LI	-.0554314	0.000	-.0577808	0.000	-.0564603	0.000	-.0573613	0.000
PC	-.0227534	0.035	-.0235663	0.105	-.0240006	0.035	-.0223467	0.160
CI	-.0003559	0.242	-.0003558	0.235	-.0002243	0.632	-.0002255	0.830
EP	.0258134	0.039	.0258065	0.046	.028853	0.010	.0274915	0.080
CRD	4.34e-06	0.807	3.62e-06	0.824	-1.43e-06	0.943	-3.66e-06	0.965
PPS	.0345598	0.226	.0323401	0.245	.0570979	0.050	.0488524	0.162
FT	-.000104	0.745	.0000102	0.983	-.0000273	0.930	4.15e-06	0.995
Test Wald Chi2 Prob>chi2	449.12 0.0000		418.22 0.0000		1586.12 0.0000		838.81 0.0000	
Ar (1) z	-4.6145	0.0000	-2.1708	0.0299	-5.847	0.0000	-2.522	0.0117
Ar (2) z	-1.0768	0.2816	-1.0208	0.3074	-1.6363	0.1018	-1.6306	0.1030
Observaciones / grupos N/n	1,242 / 106		1,242 / 106		1,357 / 112		1,357 / 112	
Instrumentos	153		153		169		169	

GMM - Dinamic Panel data. Difference GMM se estima a través de los estimador de Arellano & Bond (1991) y system GMM el de Arellano & Bover (1995) y Blundell & Bond (1998), utilizando mecanismos de una etapa o dos y empleando versiones robustas de los errores en todos los casos.

Fuente: Elaboración propia

Si se atiende a los resultados de la Tabla 39 relativa a las variables explicativas de la ratio de endeudamiento total, se observa que varias variables muestran ser significativas a la hora de explicar el comportamiento financiero de las CTA de MONDRAGON. En este sentido, la variable retardada (RET₋₁), la variable mixta representado por el nivel de intangibles (OC/EA), el tamaño (TA), la estabilidad patrimonial (EP) y, sólo una de las estimaciones en la proporción de personas socias (PPS) resultan significativas en un sentido positivo, lo cual indica que cuanto mayor valor tenga una variable explicativa mayor es la ratio de endeudamiento total que presentan las CTA de la muestra. Los escudos fiscales alternativos a la deuda (EFAD,) la rentabilidad (RE), las oportunidades de

crecimiento (OC), la estructura del activo (EA), la liquidez (LI), la edad (ED) y la proporción de patrimonio común (PC) también presentan una relación significativa, aunque negativa, es decir, que a medida que el valor de las variables explicativas aumenta la ratio de endeudamiento total opera en sentido inverso, reduciendo su valor. En la mayoría de los casos las variables arriba mencionadas son significativas al 5% y en algunos casos al 10%.

Tabla 40. Resultados relativo a la ratio de endeudamiento a largo plazo (REL)

	Difference GMM				System GMM			
	One step		Two step		One step		Two step	
	Coef	p-valor	Coef	p-valor	Coef	p-valor	Coef	p-valor
REL ₋₁	.6329973	0.000	.6351235	0.000	.6641369	0.000	.6419718	0.004
EF	-.0003359	0.703	-.0004404	0.556	-.0004825	0.644	-.0002974	0.877
EFAD	.6969392	0.071	.646212	0.095	.2814794	0.498	.2948548	0.661
RE	-.1873327	0.001	-.1728674	0.003	-.1886041	0.003	-.1865437	0.068
OC	.0815004	0.058	.0865543	0.076	.0632066	0.107	.0733036	0.066
OC/EA	.0331412	0.727	.0235945	0.826	.0233446	0.818	.0455707	0.916
EA	.1409586	0.006	.1410445	0.009	.1454975	0.007	.1352485	0.145
TA	.0273706	0.102	.0260577	0.118	-.0110025	0.036	-.0112325	0.072
PI	-.0005208	0.217	-.0004366	0.309	-.0007431	0.172	-.0006933	0.152
RI	-.0004612	0.032	-.0004595	0.040	-.0004208	0.037	-.0004401	0.075
ED	.0128472	0.371	.0087997	0.530	.0076749	0.542	.0111538	0.560
LI	.0439521	0.000	.0439457	0.000	.0363488	0.000	.0374763	0.001
PC	.0053885	0.736	.0028004	0.877	-.0046646	0.800	-.0147825	0.657
CI	-.0008496	0.006	-.000851	0.007	-.0008789	0.010	-.0007705	0.074
EP	.0157196	0.342	.0164509	0.296	.0147111	0.315	.0143201	0.428
CRD	8.34e-06	0.687	8.62e-06	0.691	4.90e-06	0.816	7.77e-06	0.925
PPS	.037113	0.066	.0364241	0.089	.0319331	0.133	.0311712	0.276
FT	-.0006241	0.003	-.0006871	0.013	-.0009523	0.002	-.0009164	0.020
Test Wald Chi2 Prob>chi2	353.60 0.0000		303.42 0.0000		1181.36 0.0000		1235.59 0.0000	
Ar (1) z	-5.4087	0.0000	-5.1619	0.0000	-5.4087	0.0000	-5.1619	0.0000
Ar (2) z	.0067	0.9947	.00891	0.9929	.0067	0.9947	.00891	0.9929
Observaciones / grupos N/n	1,242 / 106		1,242 / 106		1,357 / 112		1,357 / 112	
Instrumentos	153		153		169		169	

GMM – Dinamic Panel data. Difference GMM se estima a través de los estimador de Arellano & Bond (1991) y system GMM el de Arellano & Bover (1995) y Blundell & Bond (1998), utilizando mecanismos de una etapa o dos y empleando versiones robustas de los errores en todos los casos.

Fuente: Elaboración propia

Los resultados de las estimaciones de la Tabla 40 muestran los factores determinantes del endeudamiento a largo plazo de las CTA, entre las cuales destacan como significativas presentando una relación positiva la variable retardada (REL₋₁), las oportunidades de

crecimiento (OC), la estructura del activo (EA) y la liquidez (LI), además de los escudos fiscales alternativos a la deuda (EFAD) y la proporción de personas socias (PPS), que sólo son significativas en una de las estimaciones. En cambio, la rentabilidad económica (RE), el riesgo (RI), la cobertura del inmovilizado (CI) y el factor trabajo (FT) resultan significativas mostrando una relación negativas, igual que el tamaño (TA), aunque este último sólo en una de las estimaciones.

Tabla 41. Resultados relativo a la ratio de endeudamiento a corto plazo (REC)

	Difference GMM				System GMM			
	One step		Two step		One step		Two step	
	Coef	p-valor	Coef	p-valor	Coef	p-valor	Coef	p-valor
REC-1	.1526113	0.003	.1414789	0.004	.3490061	0.000	.343492	0.000
EF	-.0007144	0.162	-.0009206	0.213	-.0011934	0.165	-.0014266	0.733
EFAD	-.9946543	0.001	-.8963952	0.000	-.7334636	0.025	-.7620253	0.132
RE	-.2128375	0.000	-.197639	0.000	-.2478517	0.001	-.2510152	0.013
OC	-.1828957	0.000	-.1924659	0.000	-.1568179	0.000	-.1683693	0.002
OC/EA	.1884324	0.068	.2010308	0.015	.181264	0.140	.2081578	0.230
EA	-.5001511	0.000	-.4821468	0.000	-.4746892	0.000	-.4631064	0.004
TA	.0424072	0.000	.0407776	0.001	.0765765	0.000	.0765461	0.000
PI	.0003523	0.100	.000401	0.190	.0005021	0.118	.0005337	0.289
RI	.0000932	0.442	.0000724	0.545	.0002299	0.237	.0002145	0.465
ED	-.0652375	0.003	-.0628332	0.006	-.0487078	0.015	-.0472865	0.205
LI	-.0976978	0.000	-.0997323	0.000	-.0930071	0.000	-.0930977	0.000
PC	-.0284432	0.001	-.0273129	0.002	-.0098103	0.447	-.0094575	0.496
CI	-.0001127	0.592	-.0001005	0.594	.0000681	0.869	.000069	0.943
EP	.0096024	0.129	.0089295	0.155	.0146118	0.082	.0156347	0.416
CRD	-.0000199	0.061	-.0000191	0.034	-.0000268	0.154	-.0000254	0.412
PPS	.003136	0.877	-.0029691	0.883	.0367268	0.123	.0334255	0.398
FT	.0003801	0.187	.0004907	0.090	.0006317	0.018	.0007008	0.015
Test Wald	406.47		378.84		1552.63		1037.35	
Chi2	0.0000		0.0000		0.0000		0.0000	
Prob>chi2								
Ar (1) z	-4.3676	0.0000	-4.3274	0.0000	-4.3676	0.0000	-4.3274	0.0000
Ar (2) z	-.0383	0.9695	-.04076	0.9675	-.0383	0.9695	-.04076	0.9675
Observaciones / grupos N/h	1,242 / 106		1,242 / 106		1,357 / 112		1,357 / 112	
Instrumentos	153		153		169		169	

GMM – Dinamic Panel data. difference GMM se estima a través de los estimador de Arellano & Bond (1991) y system GMM el de Arellano & Bover (1995) y Blundell & Bond (1998), utilizando mecanismos de una etapa o dos y empleando versiones robustas de los errores en todos los casos.

Fuente: Elaboración propia

Por último, y como se observa entre los resultados arrojados por los estimadores de la Tabla 41, el nivel de endeudamiento a corto plazo de las CTA de MONDRAGON se

encuentra relacionado positivamente con la variable retardada (REC_{-1}), el tamaño (TA) y el factor trabajo (FT). Ocurre lo mismo con la variable mixta representada por el nivel de intangibles (OC/EA) y la estabilidad patrimonial (EP), salvo que sólo son significativas con un método de estimación. Sin embargo, se observa una relación significativa pero inversa en los escudos fiscales alternativos a la deuda (EFAD), la rentabilidad económica (RE), las oportunidades de crecimiento (OC), la estructura del activo (EA), la liquidez (LI) y la edad (ED), al igual que el patrimonio común (PC) y la capacidad de repago de la deuda (CRD), aunque estos últimos sólo son significativos en una de las alternativas empleadas para estimar el modelo.

Son dos las variables introducidas en los modelos RET, REL y REC que no resultan significativas a la hora de explicar el comportamiento financiero de las CTA de MONDRAGON: los escudos fiscales (EF) y la probabilidad de insolvencia (PI), si bien en este último caso el *p-value* de algunas estimaciones están rondando el límite máximo de error admitido para aceptar su relevancia (10%).

Para facilitar el estudio de estos resultados, se recogen todas estas relaciones y su nivel de significatividad en la siguiente Tabla 42, en la que se indica la relación relevante, señalando el efecto de la misma entre paréntesis, y dejando el espacio en blanco si no se ha observado relación alguna. Además se añade el *p-value*, indicando *** cuando el nivel de significatividad del test es menor al 1%, ** menor al 5% y * si es menor al 10%.

Tabla 42. Resumen de resultados del análisis multivariante

	RET				REL				REC			
	Difference GMM		System GMM		Difference GMM		System GMM		Difference GMM		System GMM	
	One step	Two step	One step	Two step	One step	Two step	One step	Two step	One step	Two step	One step	Two step
Retardada	(+) ^{***}	(+) ^{***}	(+) ^{***}	(+) ^{***}	(+) ^{***}	(+) ^{***}	(+) ^{***}	(+) ^{***}	(+) ^{***}	(+) ^{***}	(+) ^{***}	(+) ^{***}
EF												
EFAD	(-) ^{**}	(-) ^{**}	(-) ^{***}	(-) ^{**}	(+) [*]	(+) [*]			(-) ^{***}	(-) ^{***}	(-) ^{**}	
RE	(-) ^{***}	(-) ^{***}	(-) ^{***}	(-) ^{***}	(-) ^{***}	(-) ^{***}	(-) ^{***}	(-) [*]	(-) ^{***}	(-) ^{***}	(-) ^{***}	(-) ^{**}
OC	(-) ^{**}	(-) ^{***}	(-) [*]	(-) [*]	(+) [*]	(+) [*]		(+) [*]	(-) ^{***}	(-) ^{***}	(-) ^{***}	(-) ^{***}
OC/EA	(+) ^{***}	(+) ^{***}	(+) ^{***}						(+) [*]	(+) ^{**}		
EA	(-) ^{***}	(-) ^{***}	(-) ^{***}	(-) ^{***}	(+) ^{***}	(+) ^{***}	(+) ^{***}		(-) ^{***}	(-) ^{***}	(-) ^{***}	(-) ^{***}
TA	(+) ^{***}	(+) ^{***}	(+) ^{***}	(+) ^{***}			(-) ^{**}	(-) [*]	(+) ^{***}	(+) ^{***}	(+) ^{***}	(+) ^{***}
PI												
RI					(-) ^{**}	(-) ^{**}	(-) ^{**}	(-) [*]				
ED	(-) [*]	(-) [*]							(-) ^{***}	(-) ^{***}	(-) ^{**}	
LI	(-) ^{***}	(-) ^{***}	(-) ^{***}	(-) ^{***}	(+) ^{***}	(+) ^{***}	(+) ^{***}	(+) ^{***}	(-) ^{***}	(-) ^{***}	(-) ^{***}	(-) ^{***}
PC	(-) ^{**}		(-) ^{**}						(-) ^{***}	(-) ^{***}		
CI					(-) ^{***}	(-) ^{***}	(-) ^{**}	(-) [*]				
EP	(+) ^{**}	(+) ^{**}	(+) ^{***}	(+) [*]							(+) [*]	
CRD									(-) [*]	(-) ^{**}		
PPS			(+) ^{**}		(+) [*]	(+) [*]						
FT					(-) ^{***}	(-) ^{**}	(-) ^{***}	(-) ^{**}		(+) [*]	(+) ^{**}	(+) ^{**}

Fuente: Elaboración propia, donde (+) representa una relación significativa y positiva entre el nivel de endeudamiento correspondiente y el factor, mientras que (-) una relación significativa y negativa. Los espacios en blanco corresponden a relaciones no significativas. *** indica que el coeficiente es significativo a un nivel del 1%, ** a un nivel del 5% y * a un nivel del 10%. En la tabla, difference GMM supone la estimación a través del estimador de Arellano & Bond (1991) y system GMM a través del estimador de Arellano & Bover (1995) y Blundell & Bond (1998), utilizando mecanismos de una etapa o dos y empleando versiones robustas de los errores en todos los casos.

4. Análisis e interpretación de resultados

Como se comenta en el capítulo relativo a la metodología, el objetivo específico referente a la investigación cuantitativa es *identificar los factores determinantes de la estructura financiera en el marco de las sociedades cooperativas de trabajo asociado de MONDRAGON*, por lo que los resultados obtenidos en este estudio deben estar orientados a detectar y contrastar empíricamente los factores determinantes que influyen en la composición y dinámica de la estructura financiera de las CTA pertenecientes a MONDRAGON, incluyendo los matices necesarios para el estudio de la distinta madurez de la deuda.

Así, se han organizado los resultados factor por factor, observando la relación que presentan respecto de las tres variables dependientes: el endeudamiento total, el endeudamiento a largo plazo y el endeudamiento a corto plazo.

En este sentido, los resultados obtenidos respecto del factor **nivel de endeudamiento previo** son significativos a todos los niveles y muestran una relación positiva con el endeudamiento total (RET), el de largo plazo (REL) y el de corto plazo (REC), tal y como puede observarse en la Tabla 43. Esto significa que en el endeudamiento que presenta una cooperativa de trabajo integrada en MONDRAGON viene determinado de manera relevante y directa por el nivel de apalancamiento que mantenía el ejercicio anterior.

Tabla 43. Interpretación de resultados factores generales: nivel de endeudamiento previo

FACTOR	Relación planteada en las hipótesis de investigación	Relación obtenida <i>Difference GMM</i>	Relación obtenida <i>System GMM</i>
Endeudamiento previo (RET ₋₁ , REL ₋₁ , REC ₋₁)	Total (+/-)	Total (+)	Total (+)
	L/p (+/-)	L/p (+)	L/p (+)
	c/p (+/-)	c/p (+)	c/p (+)

Fuente: Elaboración propia

Algunos autores como Mato (1990) o Vendrell (2008) justifican que el nivel previo de endeudamiento puede favorecer o entorpecer la contratación de nueva deuda, mientras que otros autores, bajo el enfoque de la teoría del *trade-off* achacan esta relación positiva a que la empresa no ha alcanzado su punto óptimo de endeudamiento y se encuentran en un proceso de ajuste hacia dicha ratio objetivo (Kremp *et al.*, 1999; Ozkan, 2001; Antoniou *et al.*, 2008).

Por el contrario, bajo el enfoque de la teoría del *pecking order* se puede interpretar que las CTA de MONDRAGON están demostrando su capacidad de apalancamiento al revelar una relación directa ante necesidades de financiación existentes, independientemente de la existencia de un nivel óptimo objetivo.

Estos resultados confirman nuestras hipótesis H_1 , H_2 y H_3 en el sentido de que este factor resulta determinante y, por tanto, coincidente con la evidencia empírica hallada en cooperativas (Martínez *et al.*,2015; Cheng & Katchova,2019).

Con respecto a los **escudos fiscales (EF)**, calculados por el tipo impositivo efectivo, no resultan ser significativos a la hora de explicar el comportamiento financiero de las CTA de MONDRAGON (véase Tabla 44). Se constata, por tanto, el parecer de varias direcciones financieras entrevistadas en la investigación cualitativa, con lo que se confirman las hipótesis de nuestra investigación H_4 , H_5 y H_6 . Estos resultados apoyan la escasa o nula trascendencia de la variable fiscal a la hora de influir en el comportamiento financiero de las cooperativas debido, principalmente, a la especial protección fiscal que gozan estas entidades, tal y como se observa en el marco teórico de esta investigación. En este sentido, no sólo son deducibles los gastos financieros derivados del empleo de la deuda, sino también tienen tal consideración los intereses de las aportaciones de las personas socias y las dotaciones a los fondos de reserva obligatorios, aunque con ciertas limitaciones. Así mismo, las CTA disfrutaban de ciertos beneficios tributarios, en forma de menores tipos impositivos y bonificaciones específicas que, sumadas a la anterior suposición, explicarían los resultados obtenidos.

Otra causa de la irrelevancia de este factor puede descansar en la naturaleza no capitalista de las cooperativas al distinguirse en sus valores y principios de modelos empresariales muy rentables con grandes ingresos gravables cuyo comportamiento puede estar condicionado por tratar, entre otras cuestiones, de minimizar las cuotas tributarias a pagar. Así, siendo las CTA unas sociedades encaminadas a satisfacer no sólo las necesidades económicas de las personas asociadas - también sociales y culturales -, tal conducta no caracteriza a este tipo de modelo empresarial.

Tabla 44. Interpretación de resultados factores generales: escudos fiscales

FACTOR	Relación planteada en las hipótesis de investigación	Relación obtenida <i>Difference GMM</i>	Relación obtenida <i>System GMM</i>
Escudos fiscales (EF)	Total n.s.	Total n.s.	Total n.s.
	L/p n.s.	L/p n.s.	L/p n.s.
	c/p n.s.	c/p n.s.	c/p n.s.

Fuente: Elaboración propia

Se llega, por tanto, a conclusiones similares a las de diversos autores como, entre otros, Bradley *et al.* (1984), Michaelas *et al.* (1999), Frank & Goyal (2009) Handoo & Sharma (2014) o Kuč & Kaličanin (2020) [véase tabla10, apartado 4.1.A del capítulo III], si bien se cree que los motivos que lo explican pueden ser muy diferentes, al emplear estas investigaciones sociedades capitalistas en sus correspondientes investigaciones.

En efecto, los beneficios tributarios reconocidos a este tipo de sociedades hacen que las posibles reducciones de la factura fiscal provengan de otras fuentes, tal y como defienden De Angelo & Masulis (1980). Entre ellas, las amortizaciones derivadas del activo no corriente resultan relevantes para explicar el nivel de apalancamiento de las CTA, dado

que los **escudos fiscales alternativos a la deuda (EFAD)** así medidos resultan significativos en referencia a la determinación de los distintos niveles de endeudamiento estudiados (véase Tabla 45). En este sentido, son más claras las relaciones del factor EFAD respecto del apalancamiento total y del apalancamiento a corto plazo, presentando relaciones negativas, tal y como se plantea en las hipótesis de investigación H_7 y H_9 . Esto significa que las CTA de MONDRAGON sí consideran las amortizaciones como gastos deducibles del impuesto sobre sociedades al objeto de minorar su factura fiscal y que explican el comportamiento financiero, sobre todo, a corto plazo de estas sociedades. En consecuencia, también resulta significativa para con el endeudamiento total, bajo un enfoque de *trade-off*, al igual que los resultados de, entre otros autores, Scott & Martin (1975), Kim & Sorensen (1986), Givoly *et al.* (1992), Wiwattanakantag (1999), De Miguel & Pindado (2001), Ozkan (2001), Huang & Song (2006), Antoniou *et al.* (2008), López & Sogorb (2008), Li & Stathis (2017) [véase Tabla 11, apartado 4.1.B del capítulo III], al igual que ocurre en las investigaciones con base en cooperativas (Viviani, 2008; Lájara & Mateos, 2012; Mateos & Lájara, 2014; Mateos & Guzmán, 2018).

Tabla 45. Interpretación de resultados factores generales: escudos fiscales alternativos a la deuda

FACTOR	Relación planteada en las hipótesis de investigación	Relación obtenida <i>Difference GMM</i>	Relación obtenida <i>System GMM</i>
Escudos fiscales alternativos a la deuda (EFAD)	Total (-)	Total (-)	Total (-)
	L/p (-)	L/p (+)	n.s.
	c/p (-)	c/p (-)	c/p (-)

Fuente: Elaboración propia

La relación no es tan clara o es contraria a la esperada cuando el modelo REL se estima mediante *difference GMM*, el cual arroja resultados positivos entre esta variable y el endeudamiento a largo plazo. Aunque no es lo más habitual, son varios los autores que también hallan un vínculo positivo entre este factor y el endeudamiento, como Stohs & Mauer (1996), Casasola (2003), Degryse *et al.* (2012), Kouki & Said (2012) y Serrasqueiro *et al.* (2016). En este sentido, Casasola (2003) señala que las empresas, al tener a mano diferentes mecanismos de deducción fiscal, están menos interesadas en incrementar su endeudamiento, pero en lo necesario, pueden emplear deuda a corto plazo. Por tanto, es posible que, en el caso de las CTA, y siguiendo esta argumentación, pueden contratar instrumentos financieros contemplados en el endeudamiento a largo plazo, opción preferente al que apuntaban las distintas direcciones de las cooperativas entrevistadas en la investigación cualitativa. No obstante, este resultado no confirma nuestra hipótesis H_8 , la cual esperaba hallar que las CTA de MONDRAGON con mayores posibilidades de deducción impositiva alternativas a la deuda tuvieran un menor nivel de endeudamiento a largo plazo.

En lo relativo al factor **Rentabilidad económica (RE)**, los resultados de la Tabla 46 reflejan una fuerte relación respecto de todas las variables dependientes estudiadas, tal y como predice la teoría del *pecking order* (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984). Por tanto, las cooperativas de la muestra más rentables tienen un menor nivel de apalancamiento, confirmando las hipótesis H_{10} (endeudamiento total), H_{11} (endeudamiento a largo plazo) y

H₁₂ (endeudamiento a acorto plazo). Estos resultados también son coherentes con la revisión empírica realizada, coincidiendo con los resultados mayoritarios de las investigaciones que han hallado este vínculo en sus investigaciones. Entre ellos se puede destacar los trabajos, entre otros muchos, de Titman & Wessels (1988), Van der Wijst & Thurik (1993), Shyam-Sunder & Myers (1999), Michaelas *et al.* (1999), Bevan & Danbolt (2002), Frank & Goyal (2009), Kayo & Kimura (2011), Antoniou *et al.* (2008), Sofat & Singh (2017), Yildirim *et al.* (2018) [véase Tabla 20, apartado 4.2.A del capítulo III].

Tabla 46. Interpretación de resultados factores generales: rentabilidad económica

FACTOR	Relación planteada en las hipótesis de investigación	Relación obtenida <i>Difference GMM</i>	Relación obtenida <i>System GMM</i>
Rentabilidad económica (RE)	Total (-)	Total (-)	Total (-)
	L/p (-)	L/p (-)	L/p (-)
	c/p (-)	c/p (-)	c/p (-)

Fuente: Elaboración propia

Así mismo, confirman parcialmente las sospechas de las direcciones financieras entrevistadas, las cuales esperaban que las CTA de MONDRAGON más rentables acudieran en menor medida al endeudamiento, ya fuera a largo plazo como a corto plazo. En cierto modo, es posible que sea un hecho más destacado en el modelo cooperativo, al estar estas obligadas, a diferencia de las empresas capitalistas, a dotar unas proporciones considerables de fondos de reserva independientemente del nivel que alcancen estas¹⁰⁹, por lo que una mayor rentabilidad supondrá en cualquier caso un aumento de la autofinanciación, lo cual provoca una menor necesidad del endeudamiento.

De forma similar, la investigación cuantitativa expone resultados que pueden apreciarse en la Tabla 47 y que se corresponden con las hipótesis realizadas en cuanto al factor **oportunidades de crecimiento**, las cuales se trata de estudiar a través de dos diferentes enfoques (OC y OC/EA). Por un lado, cuando la variable se mide por la *proxy* OC, es decir, la que relaciona los activos intangibles con las ventas de las CTA, el coeficiente presenta un signo negativo en el modelo RET, lo cual significa que los niveles de endeudamiento total observados operan inversamente al valor que presenta dicho ratio. Obtienen resultados coincidentes las investigaciones que en su mayoría basan sus hipótesis en la teoría del *trade-off*, entre otros, los trabajos de Bradley *et al.* (1984), Homaifar *et al.* (1994), Wiwattanakantag (1999), Bevan & Danbolt (2002), Harvey *et al.* (2004), Kayo & Kimura (2011), Antoniou *et al.* (2008), López & Sogorb (2008), Alipour *et al.* (2015), Nejad & Wasiuzzaman (2015) [véase Tabla 13, apartado 4.1.D del capítulo III]. Sin embargo, en nuestra opinión, los motivos por los cuales las cooperativas presentan esta relación negativa son distintos, por ser sociedades en las que apenas existen conflictos de agencia (Bonin *et al.* 1993; Ben-Ner & Jones, 1995; Dow, 2003; Addison, 2005; Fakhfakh *et al.*, 2012), si bien podría entenderse que un mayor valor de esta variable podría actuar como

¹⁰⁹ En empresas capitalistas sólo existe obligación de dotar la reserva legal un 10 por 100, al menos hasta que alcance el saldo del 20 por 100 del capital social, tal y como se comenta en el capítulo I.

generador de rentabilidad; aspecto que ya se ha constatado que se encuentra inversamente relacionado con el nivel de apalancamiento.

Tabla 47. Interpretación de resultados factores generales: oportunidades de crecimiento

FACTOR	Relación planteada en las hipótesis de investigación	Relación obtenida <i>Difference GMM</i>	Relación obtenida <i>System GMM</i>
Oportunidades de crecimiento (OC)	Total (+/-)	Total (-)	Total (-)
	L/p (+)	L/p (+)	L/p (+)
	c/p (-)	c/p (-)	c/p (-)
Oportunidades de crecimiento (OC/EA)	Total (+/-)	Total (+)	Total (+)
Oportunidades de crecimiento (OC/EA)	L/p (+)	n.s.	n.s.
	c/p (-)	c/p (+)	n.s.

Fuente: Elaboración propia

En cambio, si se considera la madurez de la deuda, el factor oportunidades de crecimiento representado por OC muestra una relación relevante y positiva con el apalancamiento a largo plazo, mientras que es significativa y negativa con la de corto plazo. Bah & Dumontier (2001) hallan que en las empresas intensivas en intangibles los niveles de deuda son menores, pero presentan una mayor madurez en la deuda; resultados coincidentes con los observados en las CTA. Por tanto, cuanto mayor sea el cociente entre los activos intangibles y las ventas de las cooperativas de trabajo asociado, mayor es el endeudamiento a largo plazo, lo que, en nuestra opinión coincide, además, con los postulados de la teoría del *pecking order*, los cuales amparan que aquellas empresas que más oportunidades de crecimiento presentan suelen tener menos fondos internos disponibles para financiar tales oportunidades (Myers, 1984), requiriendo, por tanto, un mayor endeudamiento a más largo plazo. Además, las cooperativas son entidades en las que fluye información entre los principales agentes (*insiders* y *outsiders*), en base a las relaciones de confianza que han constituido, minimizando la posible asimetría informativa, favoreciendo la obtención de instrumentos cuyo vencimiento es mayor.

Por tanto, se puede suponer que las CTA que presenten mayores oportunidades de crecimiento suelen necesitar mayor endeudamiento a largo plazo para financiar las mismas, al mismo momento que presentan un menor endeudamiento a corto plazo debido a que estas necesidades pueden cubrirlas, con mayor facilidad, con los fondos generados internamente.

De hecho, estos resultados son coherentes a las conclusiones obtenidas en la investigación cualitativa, donde se constata una asociación muy importante del esfuerzo innovador de una cooperativa con la obtención de financiación ajena de programas promovidos por diferentes entidades y administraciones en unas condiciones muy ventajosas para el receptor. Cabe recordar que las cooperativas entrevistadas accedían a incrementar el endeudamiento, incluso en los casos en que no necesitaban, por tratarse

de una fuente de financiación a muy largo plazo, que no comenzaban a devolver hasta transcurrir un plazo de carencia generoso, a un coste muy competitivo y en algún caso hasta con parte de la amortización subvencionada. En consecuencia, es lógico observar en cooperativas de mayor potencial innovador, las que presentan mayores oportunidades de crecimiento, un nivel de apalancamiento a largo plazo en detrimento de la financiación a corto plazo, más fácil de conseguir por parte de las empresas y que, en comparación con los instrumentos financieros relativos a la I+D+i, quedan relegados a un segundo plano. Otros autores que obtienen resultados similares a los nuestros son Chittenden *et al.* (1996), así como Buferna *et al.* (2005) y Degryse *et al.* (2012).

Por el contrario, cuando se asocia las oportunidades de crecimiento a la ratio de activos intangibles entre activo total (OC/EA) también afloran resultados significativos con el endeudamiento de las CTA, aunque opuestos al signo expuesto en los anteriores (OC). En este caso, el endeudamiento total y el de corto plazo muestran un vínculo positivo respecto a esta variable, mientras que no resulta significativo para explicar el nivel de apalancamiento a largo plazo. Estos resultados los corroboran múltiples investigaciones bajo el enfoque de la teoría del *pecking order*, como los de Myers (1984), Jordan *et al.* (1998), De Miguel & Pindado (2001), Goyal *et al.* (2002), Frank & Goyal (2003), Chen (2004), Adam & Goyal (2008), González & González (2012), Kakilli Acaravci (2015), Thanh & Huong (2017) [véase Tabla 21 del apartado 4.2.B del capítulo III], si bien el peso de los activos intangibles dentro del activo total puede interpretarse como una medida de las oportunidades de crecimiento o como un indicador de la tangibilidad de la estructura del activo. En nuestra opinión, los resultados expuestos respecto de esta *proxy* son una muestra más de que los activos intangibles, aunque interesantes como catalizador del crecimiento, también poseen el inconveniente de aportar mayor incertidumbre sobre su materialización futura y, por tanto, también menores garantías colateralizables frente a los acreedores; aspecto más asociado a la estructura del activo, por lo que también se le presta mayor atención en el siguiente factor.

En todo caso, existen abundantes investigaciones empíricas que detectan una relación positiva entre las oportunidades de crecimiento y el endeudamiento, sobre todo, con el de corto plazo, como Chen (2004), Sogorb (2005), Kouki & Said (2012), Thi Nguyen *et al.* (2014), Lourenço & Oliveira (2017), Bajramovi (2017), D'Amato (2020).

No obstante, como ya se ha ido constatando a lo largo de toda la investigación el factor oportunidades de crecimiento se presenta como el que tiene conclusiones menos claras, por la diversidad de resultados obtenidos por la comunidad investigadora. A pesar de ello, los resultados expuestos en la Tabla 47 sugeridos por las dos *proxies* empleadas (OC, OC/EA), conducen a corroborar nuestra hipótesis H₁₃, al obtener que las oportunidades de crecimiento influyen de manera significativa en el apalancamiento de las CTA de MONDRAGON, así como H₁₄ y H₁₅, basándonos mayoritariamente en lo señalado para la *proxy* OC.

Como ocurre en el factor anterior, se analizan los resultados mostrados en la Tabla 48 correspondientes a la variable **estructura del activo**, con un enfoque mixto OC/EA y EA, por constatar en la literatura un vínculo entre la configuración del activo en cuanto a la naturaleza e intensidad del mismo y el endeudamiento empresarial (Myers & Majluf, 1984; Rajan & Zingales, 1995; Booth *et al.* 2001b). Así, los resultados obtenidos permiten una

doble interpretación, tanto desde el punto de vista de la tangibilidad del activo total (intangibilidad, en este caso - OC/EA) y la intensidad en activos no corrientes, medido por la *proxy* EA. En el primero de los casos (OC/EA), ya se ha comentado el efecto relevante mostrado por los resultados, quienes asocian la mayor intangibilidad a un mayor endeudamiento total y del corto plazo. En este sentido, nuestros resultados parecen indicar que, a menor tangibilidad de la estructura del activo, las CTA se financiarán en mayor medida mediante instrumentos cuyo vencimiento es más reducido. Cuñat (1999) evidencia una relación significativa entre el nivel de intangibilidad del activo y el acortamiento del plazo de la deuda, en el mismo sentido que Myers (1977), Barclay & Smith (1995) y Goyal *et al.* (2002). Por su parte, Hall *et al.* (2004) y Sorgorb Mira (2005) hallan resultados similares a estos, al relacionar la tangibilidad de los activos con una mayor generación de rendimientos internos, por lo que a mayor tangibilidad es menor el empleo de deuda a corto plazo y mayor el de largo plazo.

Tabla 48. Interpretación de resultados factores generales: estructura del activo

FACTOR	Relación planteada en las hipótesis de investigación	Relación obtenida <i>Difference GMM</i>	Relación obtenida <i>System GMM</i>
Estructura del activo (OC/EA)	Total (+/-)	Total (+)	Total (+)
	L/p (+)	n.s.	n.s.
	c/p (-)	c/p (+)	n.s.
Estructura del activo (EA)	Total (+)	Total (-)	Total (-)
	L/p (+)	L/p (+)	L/p (+)
	c/p (-)	c/p (-)	c/p (-)

Fuente: Elaboración propia

Esto puede deberse a que un mayor nivel de activos intangibles provoca un aumento de la probabilidad de incurrir en costes de dificultades financieras y, por tanto, las empresas, al no acceder a financiación a más largo plazo, deban financiarse mediante pasivos con menores vencimientos y de menor incertidumbre, induciendo un endeudamiento mayor del apalancamiento a corto plazo, a medida que crece la proporción de intangibles respecto del activo total. Sin embargo, ello no explica el nexo entre la intangibilidad y el endeudamiento total, a no ser que en los resultados del endeudamiento total exista un efecto arrastre del endeudamiento a corto plazo, el cual tiene una presencia mayor en la estructura financiera de las CTA, como se ha observado en el análisis realizado en el apartado 2.3 del capítulo IV.

No obstante, también hay quien bajo la teoría del *pecking order* espera una relación positiva entre el nivel de intangibles y el endeudamiento, debido principalmente a las mayores asimetrías informativas que genera la naturaleza de estos activos, siendo más proclives a financiar dichas inversiones mediante instrumentos de financiación ajena que propia (Myers & Majluf, 1984).

Por el contrario, la otra variable considerada en el factor estructura del activo, el de la proporción de activos no corrientes sobre el total de activos (EA), muestra también

resultados significativos respecto al nivel de apalancamiento de las CTA de MONDRAGON (véase

Tabla 48). En este sentido, cuanto mayor es la proporción de activos no corrientes, mayor es el endeudamiento a largo plazo y menor el endeudamiento a corto plazo. Estos resultados coinciden plenamente con lo observado en la revisión de investigaciones empíricas realizada, al constatar la mayoría de investigaciones estas relaciones, como son, entre otros, Titman & Wessels (1988), Chung (1993), Van der Wijst & Thurik (1993), Barclay & Smith (1995), Chittenden *et al.* (1996), Bevan & Danbolt (2002), Bougheas *et al.* (2006), Abor & Biekpe (2009), Degryse *et al.* (2012), Vo (2017). Así mismo, estos resultados son apoyados por las conclusiones de las direcciones financieras de las CTA entrevistadas en la investigación cualitativa, quienes insisten en mantener una coherencia entre la madurez de la deuda y la estructura intensiva del activo (corriente y no corriente). Por ello, estos resultados sí confirman las hipótesis H_{17} y H_{18} .

Sin embargo, en nuestro modelo relativo al endeudamiento total se recoge un efecto inverso entre la intensidad de activos no corrientes y el endeudamiento total de la CTA, aspecto que no corrobora la hipótesis H_{16} , al esperar una relación positiva entre estas variables. Tanto autores de la teoría *trade-off* como Titman & Wessels (1988), Ozkan (2001), Allayannis *et al.* (2003), Psillaki & Daskalakis (2009), Alipour *et al.* (2011), Thi Nguyen *et al.* (2014), Lourenço & Oliveira (2017), Sofat & Singh (2017), como autores bajo la perspectiva del *pecking order*, como, entre otros, Smith & Watt (1992), Barclay & Smith (1996), Azofra & Fernández (1999), Antoniou *et al.* (2002), Castro *et al.* (2016), Serrasqueiro *et al.* (2016), Nguyen & Nguyen (2020), han observado esta relación entre las variables, si bien no son mayoritarios. Estos resultados sólo pueden explicarse por un posible efecto arrastre en el endeudamiento total del de corto plazo, por representar este una proporción mayor que el del largo plazo. Curiosamente, en el análisis evolutivo de la estructura financiera de las CTA realizado en el apartado 2.3 del capítulo IV, a partir del año 2013 comienza una etapa donde el crecimiento del total activo se explica por un mayor crecimiento de los activos no corrientes, el cual coincide con una sustitución progresiva de la deuda a corto plazo por la deuda a largo; un patrón que coincide plenamente con los resultados de este análisis multivariante.

Por tanto, en nuestra opinión, las empresas con más activos no corrientes presentan un mayor apalancamiento a largo plazo y mucho menor a corto plazo que, en su conjunto, provoca que el endeudamiento total sea también menor (por la sustitución progresiva de un tipo de deuda por otra). Por ejemplo, en los resultados de la investigación cualitativa se comenta que en el sector servicios, que a diferencia del resto de sectores se caracteriza por tener una estructura de activo con menos activos no corrientes (véase Gráfico 19 del apartado 2.3. del capítulo IV), es más común el empleo de la deuda a corto plazo para financiar la actividad ordinaria de la cooperativa, relegando a la financiación de inversiones esporádicas y de cierta embergadura como edificios, la deuda a más largo plazo.

En relación al factor **tamaño**, las regresiones realizadas arrojan los resultados contenidos en la Tabla 49 y descubren que cuanto mayor es la dimensión empresarial de las CTA mayor es también el endeudamiento total que presentan. Esto se debe a que a medida que se incrementa la dimensión empresarial, aumenta la reputación y la profesionalización, mientras que disminuye la probabilidad de que la empresa quiebre, tal y como se establece en la hipótesis H_{19} . Este resultado también es apoyado por numerosos trabajos empíricos,

tanto bajo el enfoque de la teoría del *trade-off* como pueden ser, entre otros muchos, Titman & Wessels (1988), Ang (1992), Homaifar *et al.* (1994), Wiwattanakantag (1999), Bevan & Danbolt (2002), Fama & Frech (2002), Bougheas *et al.* (2006), Antoniou *et al.* (2008), López & Sogorb (2008), Thi Nguyen *et al.* (2014), Thanh & Huong (2017) [véase Tabla 15 apartado 4.1.F del capítulo III], como bajo la teoría del *pecking order* como, entre otros trabajos, los de Fazzari *et al.* (1988), Rajan & Zingales (1995), Gaud *et al.* (2005), Frank & Goyal (2009), Noulas & Genimakis (2011), Singh (2016) [véase Tabla 23 del apartado 4.2.D del capítulo III].

Tabla 49. Interpretación de resultados factores generales: tamaño

FACTOR	Relación planteada en las hipótesis de investigación	Relación obtenida <i>Difference GMM</i>	Relación obtenida <i>System GMM</i>
Tamaño (TA)	Total (+)	Total (+)	Total (+)
Tamaño (TA)	L/p (+)	n.s.	L/p (-)
	c/p (-)	c/p (+)	c/p (+)

Fuente: Elaboración propia

Una explicación a esta relación se puede encontrar en la investigación cualitativa, donde las cooperativas más grandes comentaban que, a través de sus filiales – más pequeñas y de menor reputación- no era posible conseguir financiación, o no en mejores condiciones que las que podrían haber captado desde la sociedad matriz. Por tanto, evidencian que el tamaño aporta notoriedad ante los proveedores de financiación, lo cual favorece el acceso a la financiación de las CTA.

Continuando con la estructura del vencimiento de la deuda, se observa una relación significativa y positiva del tamaño con la deuda a corto plazo, y negativa, por el contrario, con la deuda a largo; ambos signos contrarios a nuestras hipótesis, debido a que se esperaba observar un mayor empleo de deuda a plazos superiores conforme el tamaño fuera mayor. Estos resultados sólo pueden ser explicados por la preferencia de las CTA de MONDRAGON más grandes por los fondos generados internamente y la financiación a corto plazo, quizás por poseer una mayor capacidad de renegociación frente al crédito a corto plazo que, en principio, presenta menores costes de financiación. Por ello, las empresas de menor dimensión, ante el riesgo de renovación de créditos prefieren ampliar plazos e incurrir en un coste mayor al que obtendrían de financiarse con pasivos corrientes, pero ganando estabilidad y seguridad para el futuro. Estas afirmaciones se cree que son coherentes con las conclusiones arrojadas por la investigación cualitativa, al comentar varias direcciones financieras que considerar el riesgo de renovación de créditos fue un gran aprendizaje de la última crisis financiera soportada.

Estos resultados son coherentes con el análisis descriptivo realizado al inicio del capítulo IV (véase Gráfico 25 del apartado 3.2.), donde se distinguía que son las cooperativas de mayor dimensión las que emplean en mayor proporción instrumentos de financiación cuyo vencimiento es menor a un año, quizás por detentar mayor poder de negociación. Otro motivo de esta relación puede encontrarse en la sensación de las cooperativas de tamaño medio, las cuales se contrariaban por considerar que sus CTA se encontraban sin poder

acceder a fuentes financieras de muy largo plazo (como los otorgados por el BEI o otros agentes) por las condiciones mínimas exigidas (grandes volúmenes), ni tan siquiera a programas de financiación promovidos por las administraciones públicas que favorecen al acceso a la financiación de las empresas de menor tamaño (Elkargi, etc.). Este hecho, puede contribuir, sin ser la causa principal, a reflejar una relación negativa entre el tamaño y el apalancamiento a largo plazo.

Por el contrario, en el mismo Gráfico 25 también parece intuirse una tendencia de que, relativamente, a menor tamaño de la CTA los fondos propios de las cooperativas suponen un mayor peso en su estructura financiera. Estas relaciones también las han encontrado Segura & Toledo (2003), que aseguran que son las pymes las que poseen mayor parte de la financiación a medio y largo plazo. Esto puede deberse a que las cooperativas más pequeñas también son las que menores fondos de reserva presentan, ya sea por ser las más jóvenes, las menos rentables u otro motivo. Sea como fuere, puede que con ánimo de reforzar más los recursos permanentes (instrumentos de patrimonio neto y pasivos no corrientes), no les quede más remedio que incrementar su endeudamiento a más largo plazo.

Los resultados relativos al factor **riesgo** no son tan evidentes como los anteriores, a pesar de haber empleado también dos *proxies*. En cuanto a la primera forma de medir el riesgo empresarial, la volatilidad de los resultados operativos se relaciona de forma negativa con el endeudamiento a largo plazo de las CTA de MONDRAGON, es decir, que aquellas cooperativas que presentan una mayor variabilidad en sus resultados son percibidas como entidades de mayor riesgo por los proveedores de financiación, lo cual induce a que obtengan menos endeudamiento a vencimientos más largos. Esta relación es apoyada por los trabajos analizados en la revisión empírica, tanto aquellos basados en la teoría del *trade-off*, como, entre otros, Bradley *et al.* (1984), Titman & Wessels (1988), Givoly *et al.* (1992), Homaifar *et al.* (1994), Booth *et al.* (2001b), Ahmed Sheikh & Wang (2011), Handoo & Sharma (2014), Nguyen & Nguyen (2020), como los fundamentados a partir de la teoría del *pecking order*, Fazzari *et al.* (1988), Sogorb & López (2003), Noulas & Genimakis (2011), D'Amato (2020), entre otros.

Tabla 50. Interpretación de resultados factores generales: riesgo

FACTOR	Relación planteada en las hipótesis de investigación	Relación obtenida <i>Difference GMM</i>	Relación obtenida <i>System GMM</i>
Riesgo (PI)	Total (-)	n.s.	n.s.
	L/p (-)	n.s.	n.s.
	c/p (+)	n.s.	n.s.
Riesgo (RI)	Total (-)	n.s.	n.s.
	L/p (-)	L/p (-)	L/p (-)
	c/p (+)	n.s.	n.s.

Fuente: Elaboración propia

En cambio, la variable formada a partir de la ratio que relaciona los gastos financieros con el BAII (beneficio antes de intereses e impuestos) no resulta significativa para explicar la dinámica de la estructura financiera de las cooperativas de trabajo asociado analizadas.

Sin embargo, cabe recordar que, tal como se recoge en el marco de esta investigación, las CTA de MONDRAGON disponen de varias fórmulas para compensar los malos resultados de un ejercicio a costa de los resultados positivos de otras cooperativas del grupo, de la división o del mismo MONDRAGON. Quizás este pueda ser el motivo por el que las cooperativas, si bien presenten situaciones apretadas en las que no pueden hacer frente a sus obligaciones de pago de las retribuciones derivadas de las deudas contraídas, no se evidencia una relación fuerte en la determinación de su estructura financiera, o no al menos, tan claramente como en otros factores. Y es que además las CTA en MONDRAGON tienen otras vías de fortalecer sus fondos propios y/o pueden obtener financiación en momentos delicados debido a los fondos constituidos para tal fin a partir de la intercooperación financiera y que se gestionan por medio de la Fundación Mondragon y de Mondragon Inversiones, tal y como se explica en el capítulo II (marco teórico) y capítulo V (investigación cualitativa).

Algo similar, aunque no tan concluyente, puede estar ocurriendo con la *proxy* RI, debido a que el fin de la reconversión de resultados derivada de la solidaridad intercooperativa es precisamente aplanar la volatilidad de los ciclos positivos y negativos con el fin de minorar el riesgo de entrar en concurso de las CTA. En este sentido, más de una dirección financiera reconoce en las entrevistas efectuadas que, de no ser por la existencia de estas medidas de intercooperación, su cooperativa actualmente no existiría.

Sin embargo, entre las conclusiones de la investigación cualitativa también se declara que las CTA no son tan diferentes a las que operan en el mercado en cuanto a cómo se comportan los acreedores ante situaciones de probabilidad de insolvencia o riesgo percibido y es que las distintas personas entrevistadas constatan que un balance no saneado complica mucho las posibilidades de acceder a la financiación, mientras insisten en ofrecer soluciones a quien posee una posición financiera sólida. Por ello, en varios comentarios de las direcciones financieras entrevistadas dejan entrever detalles relacionados con situaciones de elevado endeudamiento comprendidos dentro de los costes de dificultades financieras, tanto explícitos como implícitos, los cuales parecen afectar a la determinación de la estructura financiera de las CTA. No obstante, en el marco de esta investigación sólo es posible corroborar la hipótesis H_{23} a través de los resultados anteriores, los cuales muestran que las cooperativas con mayor riesgo presentan un menor endeudamiento a largo plazo, mientras que no es posible vincular el apalancamiento y este factor en el resto de supuestos (H_{22} y H_{24}), quizás, por las distorsiones ya comentadas que puede ocasionar las políticas y mecanismos internos de este grupo cooperativo.

Si se observan los resultados que tratan de relacionar el endeudamiento y la antigüedad de la CTA, se puede afirmar que la **edad** de la cooperativa, medida por esta *proxy*, es una variable con limitada influencia a la hora de explicar el apalancamiento de este modelo empresarial. En principio, los años transcurridos desde la constitución de la sociedad cooperativa resultan relevantes para determinar cómo las de menor edad presentan mayores índices de endeudamiento total y a corto plazo, corroborando las hipótesis H_{25} y

H₂₇, mientras que la relación con el endeudamiento a largo plazo no resulta significativa, tal y como puede observarse en la siguiente tabla.

Tabla 51. Interpretación de resultados factores generales: edad

FACTOR	Relación planteada en las hipótesis de investigación	Relación obtenida <i>Difference GMM</i>	Relación obtenida <i>System GMM</i>
Edad (ED)	Total (-)	Total (-)	n.s.
	L/p (+)	n.s.	n.s.
	c/p (-)	c/p (-)	c/p (-)

Fuente: Elaboración propia

Por tanto, los resultados que se muestran en la Tabla 51 apoyan las predicciones obtenidas por la teoría del *pecking order*, la cual vaticina que las cooperativas más antiguas han tenido un mayor plazo para el acopio de reservas. Este hecho favorece la reducción de la dependencia hacia las fuentes externas y es que el conservar una obligación de dotar incondicionalmente una parte importante del excedente neto generado, puede explicar los niveles más bajos de endeudamiento hallados en las cooperativas de más edad. Tanto Viviani (2008) y Kebede (2011) en cooperativas como, entre otros, Myers & Majluf (1984), Petersen & Rajan (1994), Chittenden *et al.* (1996), Berger & Udell (1998), Michaelas *et al.* (1999), López & Sogorb (2008) o Noulas & Genimakis (2011) en otro tipo de organizaciones exponen resultados como los hallados en nuestros modelos.

En este sentido, como se observa en el análisis evolutivo de la magnitudes más relevantes presentado en el capítulo IV, la microcooperativa es la que presenta una estructura de patrimonio neto más divergente debido a que la dotación de reservas puede haber sido menor a causa de su breve edad. Por tanto, y en consonancia con la teoría del *pecking order*, ante la falta de recursos internos presentarán mayores índices de endeudamiento, mientras que a medida que vayan acumulando antigüedad podrán, si les acompañan resultados positivos, dotar fondos de reserva que además de fortalecer sus fondos propios, reduzcan sus necesidades de financiación externa.

Así mismo, las direcciones financieras entrevistadas comentan las relaciones de confianza generadas con las instituciones financieras a través de la experiencia y el paso de los años, con lo que el historial de solvencia que otorga la longevidad es pertinente a la hora de explicar el comportamiento financiero de estas sociedades.

Por el contrario, la **liquidez** es un factor fuertemente correlacionado con el nivel de endeudamiento de las CTA, medido en este caso, por la ratio de liquidez (activo corriente entre pasivo corriente). En este sentido, esta variable presenta vínculos significativos en todos los niveles estudiados, independientemente del tipo de método de estimación utilizado, ya sea *difference GMM* o *system GMM*, en sus versiones *one step* o *two step*. Además, dichos resultados son coincidentes con los esperados, confirmando las hipótesis de investigación H₂₈, H₂₉ y H₃₀.

Tabla 52. Interpretación de resultados factores generales: liquidez

FACTOR	Relación planteada en las hipótesis de investigación	Relación obtenida <i>Difference GMM</i>	Relación obtenida <i>System GMM</i>
Liquidez (LI)	Total (-)	Total (-)	Total (-)
	L/p (+)	L/p (+)	L/p (+)
	c/p (-)	c/p (-)	c/p (-)

Fuente: Elaboración propia

Por tanto, la liquidez es un factor que, en principio, se relaciona negativamente con el endeudamiento empresarial, tal y como atestigua la amplia evidencia empírica encontrada que lo secunda, entre otros, trabajos como los de Myers (1984), Myers & Majluf (1984), Bathala *et al.* (1994), Graham (1996), Jordan *et al.* (1998), De Miguel & Pindado (2001), López & Sogorb (2008), Ahmed Sheikh & Wang (2011), Nejad & Wasiuzzaman (2015), Singh (2016). Cuanto más líquida es una empresa dispondrá de más fondos disponibles con los que financiar sus necesidades, tal y como predice la teoría del *pecking order*. También se han hallado estas relaciones en sociedades cooperativas, como Viviani (2008), Martínez *et al.* (2015) y Mateos & Guzmán (2018).

Las direcciones financieras entrevistadas en la investigación cualitativa también lo creen, al afirmar que las cooperativas cuya actividad se caracteriza por ciclos muy líquidos hacen que apenas necesiten financiación ajena, mientras que es un elemento esencial para aquellas CTA que presentan periodos de maduración más largos. Además, las personas entrevistadas no sólo asocian la generación de liquidez con menores necesidades financieras, sino que además lo relacionan con mayor capacidad de amortizar deuda, lo que produce, igualmente, detentar un peor apalancamiento en las empresas más líquidas.

Otro hecho que justifica la relación inversa entre liquidez y endeudamiento se produce en el contexto de la posible devolución de capitales acumulados a la persona socia que quiera darse de baja en la cooperativa. Las CTA entrevistadas reconocen que la liquidez es un factor crucial a la hora de decidir emplear los mecanismos que les dota la legislación para aplazar o espaciar el reembolso de los mismos, provocando en estos casos una reclasificación de dichos importes de fondos propios a pasivos financieros. Por tanto, las cooperativas que cuenten con suficiente volumen de liquidez sufrirán una disminución del patrimonio neto, si bien no se altera el apalancamiento empresarial, mientras que en aquellas que no lo disponen tendrán que, o bien reclasificar en pasivos financieros dichos instrumentos, o bien incrementar el endeudamiento con el cual devolver los capitales a reembolsar.

Sin embargo, como apuntan nuestros resultados de la Tabla 52, la liquidez también favorece el endeudamiento a largo plazo, debido a la apreciación que los acreedores hacen acerca del grado de solvencia de la cooperativa, al igual que en investigaciones como, entre otros, Kuč & Kaličanin (2020), Thi Nguyen *et al.* (2014) en investigaciones generalistas, y Mateos & Lájara (2014) en un trabajo específico basado en cooperativas.

Además de los resultados en factores que habitualmente se han relacionado con el endeudamiento empresarial, también han resultado significativas varias variables introducidas con motivo de que el sujeto de estudio sean las sociedades cooperativas de trabajo asociado integradas en un grupo empresarial como MONDRAGON.

En este sentido, el factor denominado **patrimonio común (PC)**, reflejado por la parte del patrimonio neto que suponen los fondos de reserva de las cooperativas, resulta una variable significativa para explicar el endeudamiento total de las CTA y, parcialmente, también el endeudamiento a corto plazo de las mismas (sólo es significativa con el método de estimación *difference GMM*). En ambos modelos, RET y REC, los estimadores de esta variable muestran signos negativos, los cuales pueden explicarse en el contexto de los postulados de la teoría del *pecking order*, aunque no exista investigación previa sobre este factor dentro de esta teoría. Así, si una CTA presenta un alto porcentaje de fondos de reserva en relación con sus fondos propios es posible que sea indicativo de una constante autofinanciación de la empresa, lo cual induce a depender menos de la financiación ajena y, en consecuencia, presentar menores índices de endeudamiento.

Así, los resultados también son coherentes con las afirmaciones de Tortia (2018) y corroboran nuestras hipótesis H_{31} y H_{33} . Sin embargo, nuestros resultados no terminan de ratificar las conclusiones de la investigación cualitativa, las cuales señalaban que un patrimonio común elevado podría facilitar, además, la obtención de financiación a más largo plazo, aunque los datos tampoco lo desmienten al no encontrar un vínculo claro con el mismo.

Tabla 53. Interpretación de resultados factores específicos cooperativas de trabajo asociado: patrimonio común

FACTOR	Relación planteada en las hipótesis de investigación	Relación obtenida <i>Difference GMM</i>	Relación obtenida <i>System GMM</i>
Patrimonio común (PC)	Total (+/-)	Total (-)	Total (-)
	L/p (+)	n.s.	n.s.
	c/p (-)	c/p (-)	n.s.

Fuente: Elaboración propia

Siguiendo con las variables representativas de la política de autofinanciación de las CTA de MONDRAGON cabe comentar los valores obtenidos por las dos ratios incluidas en el modelo que condicionan la cantidad del excedente neto, previa distribución del mismo, que puede destinarse a patrimonio individual (en este caso, a retornos). En este sentido, la ratio de **cobertura del inmovilizado (CI)** resulta relevante a la hora de explicar el endeudamiento a largo plazo de las cooperativas en tanto en cuanto las CTA con bajos valores de esta ratio presentan una mayor proporción de pasivos no corrientes. Esto puede deberse a que las CTA que se encuentran en esta situación presentan un desajuste en su dinámica financiera por tener una mayor dependencia de la financiación ajena para financiar todos sus activos no corrientes. Las personas entrevistadas en el estudio cualitativo apoyan la importancia de mantener la coherencia entre los plazos de inversión y financiación. Así, puede deducirse que las CTA tratarán de financiar con fondos

permanentes (patrimonio neto y pasivo a largo plazo) aquellas inversiones con mayor vencimiento, por lo que es coherente hallar una relación entre bajos índices de este cociente y el menor endeudamiento a largo plazo, corroborando la hipótesis H₃₅.

Tabla 54. Interpretación de resultados factores específicos cooperativas de trabajo asociado: cobertura del inmovilizado

FACTOR	Relación planteada en las hipótesis de investigación	Relación obtenida <i>Difference GMM</i>	Relación obtenida <i>System GMM</i>
Cobertura del inmovilizado (CI)	Total (-)	n.s.	n.s.
	L/p (-)	L/p (-)	L/p (-)
	c/p (-)	n.s.	n.s.

Fuente: Elaboración propia

En aras de favorecer un fortalecimiento de sus recursos propios la normativa de MONDRAGON aboga por repartir un mayor porcentaje de excedente neto a patrimonio común a aquellas cooperativas que presenten menores valores en la ratio de cobertura del inmovilizado. Así, aquellas CTA que destinen mayor proporción de excedentes a patrimonio común necesitarán acudir en menor medida a fuentes externas permanentes para financiar sus inversiones, como es el caso del endeudamiento a largo plazo.

Por el contrario, la ratio de **estabilidad patrimonial (EP)** destaca una relación significativa y positiva con el endeudamiento total y el de corto plazo de las CTA. Así, estos resultados indican que las cooperativas muestran mayor capacidad de endeudamiento cuanto mayores sean los valores que presentan en esta ratio, lo cual es coherente, no sólo con nuestras hipótesis H₃₇ y H₃₉, sino también con las opiniones de las direcciones financieras de las CTA entrevistadas. En este sentido, los resultados de la investigación cualitativa afirman que el capital acumulado por la persona socia no tiene tanta permanencia como los fondos de reserva, debido a que antes o después son fondos que terminan saliendo con la baja de esta. Por ello no es extraño suponer que los acreedores consideren no sólo la proporción del patrimonio neto en el conjunto del balance, sino también su composición, valorando positivamente aquel patrimonio neto en los que los fondos de reserva tengan una mayor presencia. Este supuesto coincide con el sentir general de la comunidad investigadora, que llega a firmar que son los fondos de reserva los que cumplen la función de garantía en las sociedades cooperativas (Martín & Olmedo, 2013).

Tabla 55. Interpretación de resultados factores específicos cooperativas de trabajo asociado: estabilidad patrimonial

FACTOR	Relación planteada en las hipótesis de investigación	Relación obtenida <i>Difference GMM</i>	Relación obtenida <i>System GMM</i>
Estabilidad patrimonial (EP)	Total (+)	Total (+)	Total (+)
	L/p (+)	n.s.	n.s.
	c/p (+)	n.s.	c/p (+)

Fuente: Elaboración propia

En este sentido, resulta llamativo que durante todo el periodo estudiado las proporciones del importe destinado a patrimonio común e individual se hayan mantenido bastante estables (30% - 70%) e independientes al ciclo económico, salvo una pequeña desviación en favor del patrimonio individual en épocas de mayores excedentes netos (véase Gráfico 35 del apartado 2.3 del capítulo IV). En nuestra opinión era de esperar una mayor dotación de patrimonio común en épocas de mayores restricciones financieras (época de recesión, 2008 - 2013), aunque quizás han sido años de mayores capitalizaciones en el patrimonio individual, que no suponen salidas de fondos inmediatas. Sin embargo, como esta no es la única causa de la variación del capital social, elemento patrimonial en la que una de las características diferenciales es su variabilidad, no se termina de observar este efecto con los datos y en los resultados disponibles.

No obstante, lo que sí parece evidenciarse es que unos fondos propios con mayor proporción de patrimonio común favorecen que las CTA presenten mayores niveles de endeudamiento, como puede observarse en la

Tabla 55. Además, al igual que ocurría con el ratio de cobertura de inmovilizado, las normas que rigen la política de distribución de los excedentes de MONDRAGON son más permisivas en cuanto a retribuir en mayor medida a la persona socia en las CTA que mayores cotas de estabilidad presentan.

En cuanto a la **capacidad de repago de la deuda (CRD)** sólo se demuestra que este factor ejerce una cierta influencia respecto del endeudamiento a corto plazo y exclusivamente cuando se emplea el método *difference GMM*. Así, se desprende una relación con signo negativo, la cual indica que las CTA con mayores valores en la capacidad de repago de la deuda presentan menores niveles de endeudamiento a corto plazo.

Tabla 56. Interpretación de resultados factores específicos cooperativas de trabajo asociado: capacidad de repago de la deuda

FACTOR	Relación planteada en las hipótesis de investigación	Relación obtenida <i>Difference GMM</i>	Relación obtenida <i>System GMM</i>
Capacidad de repago de la deuda (CRD)	Total (-)	n.s.	n.s.
	L/p (-)	n.s.	n.s.
	c/p (-)	c/p (-)	n.s.

Fuente: Elaboración propia

Como se desprende de las conclusiones de la investigación cualitativa, esta ratio se corresponde con una referencia importante tanto para los proveedores de financiación, a la hora de decidir otorgar financiación o no, como para las direcciones financieras de las CTA, al objeto de proyectar su capacidad de endeudamiento. Por todo ello parece cierto que las cooperativas con mayores valores en esta ratio presentan una mayor capacidad de repago de la deuda, exhibiendo una mayor solvencia para acceder a la financiación, en principio a más largo plazo (aunque nuestros resultados no son concluyentes), originando, quizás, una menor demanda de endeudamiento a corto plazo. Por todo ello, aunque los resultados confirman parcialmente nuestra hipótesis H₄₂, por sí misma no parece aportar

mayor información o conocimiento que una mera sospecha que habría que corroborar por otros medios más apropiados.

Si se observan los resultados de la variable **proporción de personas socias (PPS)** sobre los puestos medios de las cooperativas de trabajo asociado, se distinguen unas tímidas relaciones positivas y significativas respecto al endeudamiento total y al de largo plazo, debido a que sólo resultan relevantes empleando una única técnica. Sin embargo, aunque no son resultados consistentes, sí se aprecia una tendencia de presentar mayores grados de apalancamiento cuanto mayor es la proporción de personas socias en las CTA de MONDRAGON; resultados que corroboran las hipótesis H₄₃ y H₄₄ de esta investigación cuantitativa.

Por tanto, los resultados mostrados en la Tabla 56 parecen apoyar de alguna manera la posibilidad de que proporciones más elevadas de personas socias puedan coincidir con cooperativas que presenten un patrimonio neto mayor respecto del total de la estructura financiera. Como la actividad cooperativizada de las CTA es el trabajo, los puestos medios totales de las CTA son un valor a considerar a la hora de dimensionar la cooperativa y, por consiguiente, que una mayor proporción de personas socias sobre dicho total suponga mayores niveles de patrimonio neto, por disponer proporcionalmente de un mayor capital social. Sin embargo, las direcciones financieras entrevistadas niegan considerar esta vía como una alternativa financiera, lo cual induce a pensar que el efecto exhibido por esta variable no se corresponde con los resultados mostrados.

Tabla 57. Interpretación de resultados factores específicos cooperativas de trabajo asociado: proporción de personas socias

FACTOR	Relación planteada en las hipótesis de investigación	Relación obtenida <i>Difference GMM</i>	Relación obtenida <i>System GMM</i>
Proporción de personas socias (PPS)	Total (+)	n.s.	Total (+)
	L/p (+)	L/p (+)	n.s.
	c/p (-)	n.s.	n.s.

Fuente: Elaboración propia

Por último, en relación con el **factor trabajo (FT)** las regresiones realizadas arrojan resultados significativos tanto con el endeudamiento a largo plazo como con el de corto plazo, apoyando las hipótesis de investigación H₄₇ y H₄₈.

Tabla 58. Interpretación de resultados factores específicos cooperativas de trabajo asociado: factor trabajo

FACTOR	Relación planteada en las hipótesis de investigación	Relación obtenida <i>Difference GMM</i>	Relación obtenida <i>System GMM</i>
Factor trabajo (FT)	Total (+/-)	n.s.	n.s.
	L/p (-)	L/p (-)	L/p (-)
Factor trabajo (FT)	c/p (+)	c/p (+)	c/p (+)

Fuente: Elaboración propia

Esta variable, representada por el cociente de gastos de personal y valor añadido, refleja la intensidad en mano de obra o en activos de las CTA, según el peso que las remuneraciones de las personas trabajadoras tengan sobre el total del valor agregado. Por tanto, estos datos abogan por suponer que aquellas cooperativas más intensivas en activos, es decir, con valores bajos de esta ratio, presentarán mayores niveles de apalancamiento a largo plazo. En cambio, también sugieren que las CTA más intensivas en mano de obra poseen menores niveles de apalancamiento a vencimientos más largos, mientras que presentan niveles de endeudamiento a corto plazo más altos.

En este sentido, en el análisis descriptivo del capítulo cuarto puede apreciarse un bajo volumen de deuda financiera en los sectores servicios y agroalimentario, quizás los sectores donde el componente personal es más acentuado frente a la intensidad de inversiones (donde se aprecia una mayor proporción de deuda con coste frente a la deuda de origen más comercial). Por tanto, podría deducirse que los resultados mostrados por la Tabla 58 coinciden con los observados en dicho análisis. En este sentido, en la investigación cualitativa se recoge que en cooperativas de dichos sectores es el pago de la nómina del personal trabajador la principal obligación de pago y que suelen dimensionar el endeudamiento a corto plazo considerando esta variable. Por el contrario, admiten sólo emplear endeudamiento a largo plazo en casos muy aislados y que están muy relacionados con la financiación de edificios o instalaciones, por lo que es razonable justificar que en las CTA donde la actividad recaiga en mayor medida en una naturaleza personal exista un menor apalancamiento a largo plazo y mayor, eso sí, a corto plazo.

4.1. Recapitulación de resultados

Una vez realizado el análisis factor por factor, se presentan unas tablas resumen, las cuales incorporan desde las predicciones realizadas por cada una de las teorías relevantes, las relaciones observadas en la revisión de trabajos empíricos y las hipótesis planteadas con base a toda esta información, hasta los resultados obtenidos con cada una de las metodologías de estimación. Por tanto, se recoge en una única tabla toda la información desplegada a lo largo de la investigación cuantitativa, a modo de recapitulación.

En la siguiente Tabla 59 se muestran de forma íntegra los datos relativos a los factores generales, mientras que en la

Tabla 60 se expone la información relativa a los factores específicos inherentes a las CTA de MONDRAGON.

Tabla 59. Tabla resumen de resultados: factores generales

FACTOR	Relación teórica esperada según TOT	Relación esperada según POT	Relación planteada en las hipótesis de investigación	Relación obtenida <i>Difference GMM</i>	Relación obtenida <i>System GMM</i>
Endeudamiento previo (RET₋₁, REL₋₁, REC₋₁)	Total (+/-)	Total (+)	Total (+/-)	Total (+)	Total (+)
	L/p (+/-)	L/p (+)	L/p (+/-)	L/p (+)	L/p (+)
	c/p (+/-)	c/p (-)	c/p (+/-)	c/p (+)	c/p (+)
Escudos fiscales (EF)	Total (+)		n.s.	n.s.	n.s.
	L/p (+)		n.s.	n.s.	n.s.
	c/p (+/-)		n.s.	n.s.	n.s.
Escudos fiscales alternativos a la deuda (EFAD)	Total (-)		Total (-)	Total (-)	Total (-)
	L/p (-)		L/p (-)	L/p (+)	n.s.
	c/p (-)		c/p (-)	c/p (-)	c/p (-)
Rentabilidad económica (RE)	Total (+)	Total (-)	Total (-)	Total (-)	Total (-)
	L/p (-)	L/p (-)	L/p (-)	L/p (-)	L/p (-)
	c/p (+)	c/p (-)	c/p (-)	c/p (-)	c/p (-)
Oportunidades de crecimiento (OC, OC/EA)	Total (+/-)	Total (+)	Total (+/-)	Total (+/-)	Total (+/-)
	L/p (-)	L/p (+/-)	L/p (+)	L/p (+)	L/p (+)
	c/p (+)	c/p (+)	c/p (-)	c/p (+/-)	c/p (-)
Estructura del activo (EA, OC/EA)	Total (+)	Total (+)	Total (+)	Total (+/-)	Total (+/-)
	L/p (+)	L/p (+)	L/p (+)	L/p (+)	L/p (+)
	c/p (-)	c/p (-)	c/p (-)	c/p (+/-)	c/p (-)
Tamaño (TA)	Total (+)	Total (+)	Total (+)	Total (+)	Total (+)
	L/p (+)	L/p (+)	L/p (+)	n.s.	L/p (-)
	c/p (-)	c/p (-)	c/p (-)	c/p (+)	c/p (+)
Riesgo (PI, RI)	Total (-)	Total (-)	Total (-)	n.s.	n.s.
	L/p (-)	L/p (-)	L/p (-)	L/p (-)	L/p (-)
	c/p (+)	c/p (+)	c/p (+)	n.s.	n.s.
Edad (ED)	Total (+)	Total (-)	Total (-)	Total (-)	n.s.
	L/p (+)	L/p (-)	L/p (+)	n.s.	n.s.
	c/p (+)	c/p (-)	c/p (-)	c/p (-)	c/p (-)
Liquidez (LI)	Total (+)	Total (-)	Total (-)	Total (-)	Total (-)
	L/p (+)	L/p (-)	L/p (+)	L/p (+)	L/p (+)
	c/p (+)	c/p (-)	c/p (-)	c/p (-)	c/p (-)

Fuente: Elaboración propia

Tabla 60. Tabla resumen de resultados: factores específicos

FACTOR	Relación planteada en las hipótesis de investigación	Relación obtenida <i>Difference GMM</i>	Relación obtenida System <i>GMM</i>
Patrimonio común (PC)	Total (+/-)	Total (-)	Total (-)
	L/p (+)	n.s.	n.s.
	c/p (-)	c/p (-)	n.s.
Cobertura del inmovilizado (CI)	Total (-)	n.s.	n.s.
	L/p (-)	L/p (-)	L/p (-)
	c/p (-)	n.s.	n.s.
Estabilidad patrimonial (EP)	Total (+)	Total (+)	Total (+)
	L/p (+)	n.s.	n.s.
	c/p (+)	n.s.	c/p (+)
Capacidad de repago de la deuda (CRD)	Total (-)	n.s.	n.s.
	L/p (-)	n.s.	n.s.
	c/p (-)	c/p (-)	n.s.
Proporción de personas socias (PPS)	Total (+)	n.s.	Total (+)
	L/p (+)	L/p (+)	n.s.
	c/p (-)	n.s.	n.s.
Factor trabajo (FT)	Total (+/-)	n.s.	n.s.
	L/p (-)	L/p (-)	L/p (-)
	c/p (+)	c/p (+)	c/p (+)

Fuente: Elaboración propia

Por último, resulta interesante mostrar en la Tabla 61 un resumen donde se exponga, de forma más clara, las hipótesis que han sido confirmadas por los resultados del análisis econométrico (☑), además de las hipótesis que se han rechazado, ya sea por haber hallado un vínculo significativo pero contrario a lo esperado (☒), o bien una relación no significativa (-) :

Tabla 61. Tabla resumen de confirmación de hipótesis de investigación relativos a la ratio de endeudamiento total (RET), a la ratio de endeudamiento a largo plazo (REL) y a la ratio de endeudamiento a corto plazo (REC)

	RET		REL		REC	
Factores generales						
Nivel de endeudamiento previo	H_1	<input checked="" type="checkbox"/>	H_2	<input checked="" type="checkbox"/>	H_3	<input checked="" type="checkbox"/>
Escudos fiscales	H_4	-	H_5	-	H_6	-
Escudos fiscales alternativos a la deuda	H_7	<input checked="" type="checkbox"/>	H_8	<input checked="" type="checkbox"/>	H_9	<input checked="" type="checkbox"/>
Rentabilidad	H_{10}	<input checked="" type="checkbox"/>	H_{11}	<input checked="" type="checkbox"/>	H_{12}	<input checked="" type="checkbox"/>
Oportunidades de crecimiento	H_{13}	<input checked="" type="checkbox"/>	H_{14}	<input checked="" type="checkbox"/>	H_{15}	<input checked="" type="checkbox"/>
Estructura del activo	H_{16}	<input checked="" type="checkbox"/>	H_{17}	<input checked="" type="checkbox"/>	H_{18}	<input checked="" type="checkbox"/>
Tamaño	H_{19}	<input checked="" type="checkbox"/>	H_{20}	<input checked="" type="checkbox"/>	H_{21}	<input checked="" type="checkbox"/>
Riesgo	H_{22}	-	H_{23}	<input checked="" type="checkbox"/>	H_{24}	-
Edad	H_{25}	<input checked="" type="checkbox"/>	H_{26}	-	H_{27}	<input checked="" type="checkbox"/>
Liquidez	H_{28}	<input checked="" type="checkbox"/>	H_{29}	<input checked="" type="checkbox"/>	H_{30}	<input checked="" type="checkbox"/>
Factores específicos						
Patrimonio común	H_{31}	<input checked="" type="checkbox"/>	H_{32}	-	H_{33}	<input checked="" type="checkbox"/>
Cobertura del inmovilizado	H_{34}	-	H_{35}	<input checked="" type="checkbox"/>	H_{36}	-
Estabilidad patrimonial	H_{37}	<input checked="" type="checkbox"/>	H_{38}	-	H_{39}	<input checked="" type="checkbox"/>
Capacidad de repago de la deuda	H_{40}	-	H_{41}	-	H_{42}	<input checked="" type="checkbox"/>
Proporción de personas socias	H_{43}	<input checked="" type="checkbox"/>	H_{44}	<input checked="" type="checkbox"/>	H_{45}	-
Factor trabajo	H_{46}	-	H_{47}	<input checked="" type="checkbox"/>	H_{48}	<input checked="" type="checkbox"/>

Fuente: Elaboración propia

Como puede observarse, son muchas las hipótesis contrastadas en las que se ha encontrado un resultado favorable a la relación esperada. A continuación, en el último apartado de este capítulo se entrelazan dichos resultados con las preguntas de investigación planteadas para el estudio cuantitativo.

5. Conclusiones del capítulo

Como se menciona en la introducción de este capítulo, el objetivo específico del mismo es “identificar los factores determinantes de la dinámica financiera de las sociedades cooperativas de trabajo asociado de MONDRAGON, considerando, además, su estructura de vencimiento”, el cual se alcanza a través del desarrollo de las preguntas de investigación no resueltas por la investigación cualitativa. En concreto, a través del estudio cuantitativo se aspira a responder a interrogantes definidos en este OE5 como *¿qué factores pueden explicar las similitudes y diferencias que pueden observarse en cuanto a la composición de la estructura financiera de las sociedades cooperativas de trabajo asociado pertenecientes a MONDRAGON? ¿Qué relación guardan las variables identificadas respecto a dicha composición? ¿Existen diferencias en los resultados cuando se considera la estructura de vencimiento del endeudamiento? ¿Qué teoría o teorías explican mejor la dinámica financiera de las CTA de MONDRAGON?*

En relación a las dos primeras preguntas de investigación planteadas cabe mencionar que, en base a las Tabla 59 y

Tabla 60 anteriores, son varias las variables que influyen en la determinación de la estructura financiera de las CTA de MONDRAGON, siendo algunas de ellas factores

generales (RET-1 / REL-1 / REC-1, EFAD, RE, OC, EA, TA, RI, ED, LI), las cuales se han empleado en este tipo de investigaciones sin tener en cuenta la naturaleza de las empresas de la muestra, mientras que otras se corresponden con aquellas que tratan de recoger las singularidades de este tipo de sociedades cooperativas (PC, EP, PPS, FT)¹¹⁰.

Así, es posible afirmar que el nivel de endeudamiento previo alcanzado en el ejercicio anterior influye de manera relevante y positiva en la determinación del nivel actual del endeudamiento de las CTA de MONDRAGON, al igual que también influyen otros factores como la dimensión empresarial, la estabilidad patrimonial y el nivel de intangibles. Por el contrario, son más las variables que se vinculan de forma indirecta con el apalancamiento total de estas sociedades cooperativas, al corroborarse que la edad, la rentabilidad, la liquidez o la proporción de activos no corrientes ejercen un efecto negativo en el mismo. Igualmente, los resultados alcanzados confirman que las CTA con mayores oportunidades de crecimiento o mayores escudos fiscales alternativos a la deuda, muestran un menor nivel de endeudamiento total.

Por tanto, se puede concluir que existen factores que favorecen o perjudican el acceso y mantenimiento de la financiación ajena por parte de las CTA de MONDRAGON. Algunas de ellas presentan cierta capacidad de gestión, como la rentabilidad, la inversión en intangibles, la estructura del activo, el nivel de liquidez, la estabilidad patrimonial o la proporción de personas socias en la CTA, mientras que otras están más relacionadas con sus características (edad y tamaño) y son difícilmente alterables a antojo de la cooperativa.

Otro aspecto llamativo es la influencia menos evidente de los factores específicos como variables explicativas del comportamiento financiero de estas cooperativas. Aspecto que confronta con la de variables que sí resultan significativas entre los factores generales, lo cual induce a pensar que quizás los determinantes de la estructura financiera de las cooperativas no son tan diferentes a los que se podría encontrar en sociedades de carácter más capitalista. Esto, además de confirmar la visión de las distintas direcciones financieras que atribuían a las CTA una participación no tan diferente en el mercado y su entorno competitivo, puede estar en sintonía con otras investigaciones que también argumentan que las CTA y las empresas capitalistas son más similares en ciertos aspectos de lo que podría suponerse (Fakhfakh *et al.*, 2012).

Sin embargo, si se considera el matiz de la estructura de vencimiento de la deuda el panorama es bien distinto. Por un lado, se distinguen resultados significativos en un mayor número de variables, por lo que quizás los factores específicos seleccionados tienen una capacidad predictiva parcial y relacionada, mayoritariamente, con uno de los tipos de endeudamiento analizados (largo o corto).

Por otro lado, también se aprecia una similitud importante entre los determinantes del endeudamiento total y del de corto plazo, tal y como puede observarse en la Tabla 62, donde se marca con el mismo tono aquel vínculo de las otras variables dependientes (endeudamiento a largo plazo y endeudamiento a corto plazo) coincidentes con el nivel de

¹¹⁰ Las relaciones son más austeras si el método empleado es el *system GMM* en su versión *two step* (la más restrictiva de todas las alternativas aplicadas) en el cual no se halla relación significativa en OC/EA, en PC ni en PPS. No obstante, el uso de los otros métodos induce a pensar que puede existir un vínculo entre estos factores y el endeudamiento, del signo que se comenta en el propio texto, por ser coherente con este u otros resultados (con REL o REC, según sea el caso).

endeudamiento total, mientras que se sombrea con otro color cuando este no lo es. En este sentido, hay coincidencia plena en los signos observados para RET y REC en todos los factores generales significativos y, entre los factores específicos, en los de patrimonio común y estabilidad patrimonial. Puede que esto sea debido al mayor peso del endeudamiento a corto plazo respecto del endeudamiento total, como se puede observar en el Gráfico 31 del análisis descriptivo del capítulo IV, ya comentado previamente en el análisis de los resultados cuantitativos.

Tabla 62. Factores y signos hallados en función de la estructura de vencimiento

Factores generales	RET	REL	REC
Nivel de endeudamiento previo (RET ₋₁ /REL ₋₁ /REC ₋₁)	+	+	+
Escudos fiscales (EF)	n.s.	n.s.	n.s.
Escudos fiscales alternativos a la deuda (EFAD)	-	+	-
Rentabilidad económica (RE)	-	-	-
Oportunidades de crecimiento (OC, OC/EA)	+/-	+	+/-
Estructura del activo (EA, OC/EA)	+/-	+	+/-
Tamaño (TA)	+	-	+
Riesgo (RI/PI)	n.s.	-	n.s.
Edad (ED)	-	n.s.	-
Liquidez (LI)	-	+	-
Factores específicos	RET	REL	REC
Patrimonio común (PC)	-	n.s.	-
Cobertura del inmovilizado (CI)	n.s.	-	n.s.
Factores específicos	RET	REL	REC
Estabilidad patrimonial (EP)	+	n.s.	+
Capacidad de repago de la deuda (CRD)	n.s.	n.s.	-
Proporción de personas socias (PPS)	+	+	n.s.
Factor trabajo (FT)	n.s.	-	+

Fuente: Elaboración propia

En cambio, las relaciones halladas entre los factores influyentes del endeudamiento total y el del largo plazo difieren sustancialmente y, por consiguiente, también del endeudamiento a corto plazo. Este hecho ocurre en 7 de los 10 factores generales (EFAD, OC, EA, TA, RI, ED y LI), así como en 4 de 6 de los específicos (PC, CI, EP Y FT). Por el contrario, el signo únicamente es igual entre la deuda total y el del largo plazo en el factor relativo a proporción de personas socias (PPS), además de en los casos en los que la relación es totalmente homogénea para las tres variables, como son el nivel de endeudamiento previo (RET₋₁/REL₋₁/REC₋₁) y la rentabilidad económica (RE).

Estos resultados, además, se consideran coherentes con los obtenidos en la investigación cualitativa, en la que las distintas direcciones financieras afirman que la contratación de financiación externa a largo plazo responde a un proceso más planificado por parte de las CTA, como en los casos que haya que negociar con entidades financieras u otros agentes institucionales, como el Instituto Vasco de Finanzas o el Banco Europeo de Inversiones, o solicitar financiación relacionada con actividades de I+D+i a los distintos programas promovidos por, generalmente, administraciones públicas. No ocurre lo mismo con la

deuda a corto plazo que, a diferencia de la de largo plazo, comentan estar más asociada a las necesidades derivadas de la actividad económica realizada por la CTA y que este hecho es más evidente desde la última crisis financiera, en la que muchas cooperativas sufrieron, o estuvieron a punto de sufrir, restricciones financieras por, entre otros motivos, el riesgo de renovación de créditos. En consecuencia, se puede manifestar que el estudio separado de la madurez de la deuda de las CTA de MONDRAGON es apropiado en tanto en cuanto los determinantes del apalancamiento a un vencimiento mayor son distintos o, mejor dicho, operan inversamente, a los del apalancamiento total y del corto plazo. Por ello, la pregunta de investigación relacionada con la madurez de la deuda planteada dentro del OE5 ha sido pertinente y, por tanto, necesaria de investigar.

Continuando con las conclusiones y para terminar de responder todas las preguntas de investigación, se debe discernir sobre qué teoría o teorías explican mejor la dinámica financiera de estas sociedades. En la siguiente Tabla 63, se hacen coincidir las predicciones de la teoría del *trade-off* (TOT) y de la teoría del *pecking order* (POT) con los resultados hallados en nuestras estimaciones, marcando con el mismo color la coincidencia plena y con un tono más claro aquellas coincidencias parciales, mientras que se somborean de un color distinto los signos no corroborados por los resultados de nuestro estudio.

Tabla 63. Relación de los resultados con las predicciones de la teoría del *trade-off* (TOT) y la teoría del *pecking order* (POT)

FACTOR	Relación teórica esperada según TOT	Relación esperada según POT	Resultados
Endeudamiento previo (RET ₋₁ , REL ₋₁ , REC ₋₁)	Total (+/-)	Total (+)	Total (+)
	L/p (+/-)	L/p (+)	L/p (+)
	c/p (+/-)	c/p (-)	c/p (+)
Escudos fiscales (EF)	Total (+)		n.s.
	L/p (+)		n.s.
	c/p (+/-)		n.s.
Escudos fiscales alternativos a la deuda (EFAD)	Total (-)		Total (-)
	L/p (-)		L/p (+)
	c/p (-)		c/p (-)
Rentabilidad económica (RE)	Total (+)	Total (-)	Total (-)
	L/p (-)	L/p (-)	L/p (-)
	c/p (+)	c/p (-)	c/p (-)
Oportunidades de crecimiento (OC, OC/EA)	Total (+/-)	Total (+)	Total (+/-)
	L/p (-)	L/p (+/-)	L/p (+)
	c/p (+)	c/p (+)	c/p (+/-)
Estructura del activo (EA, OC/EA)	Total (+)	Total (+)	Total (+/-)
	L/p (+)	L/p (+)	L/p (+)
	c/p (-)	c/p (-)	c/p (+/-)

FACTOR	Relación teórica esperada según TOT	Relación esperada según POT	Resultados
Tamaño (TA)	Total (+)	Total (+)	Total (+)
	L/p (+)	L/p (+)	L/p (-)
	c/p (-)	c/p (-)	c/p (+)
Riesgo (PI, RI)	Total (-)	Total (-)	n.s.
	L/p (-)	L/p (-)	L/p (-)
	c/p (+)	c/p (+)	n.s.
Edad (ED)	Total (+)	Total (-)	Total (-)
	L/p (+)	L/p (-)	n.s.
	c/p (+)	c/p (-)	c/p (-)
Liquidez (LI)		Total (-)	Total (-)
		L/p (-)	L/p (+)
		c/p (-)	c/p (-)

Fuente: elaboración propia

Como puede observarse, si bien existen algunas coincidencias entre nuestro resultados y las relaciones entre los factores y el nivel de endeudamiento esperado según las dos teorías financieras más relevantes, no se distingue una capacidad explicativa total en ninguno de los dos casos.

En este sentido, los resultados apuntan similitudes con TOT en los factores de escudos fiscales alternativos a la deuda (EFAD) y la estructura del activo (EA), y en menor medida, con el nivel de endeudamiento previo (RET_{-1} / REL_{-1} / REC_{-1}), las oportunidades de crecimiento (OC), el tamaño (TA) y el riesgo (RI). En este caso, sólo en los resultados de los escudos fiscales (EF) no se encuentra ningún tipo de concordancia, aunque, como ya se ha ido comentando anteriormente, estos resultados coinciden plenamente con las hipótesis planteadas en la investigación que aquí compete.

En cambio, respecto a POT, se halla una similitud relevante con respecto al nivel de endeudamiento previo (RET_{-1} / REL_{-1} / REC_{-1}), la rentabilidad económica (RE), la estructura del activo (EA), la edad (ED) y la liquidez (LI), y en menor medida, las oportunidades de crecimiento (OC), el tamaño (TA) y el riesgo (RI).

Por tanto, se puede avanzar que, si bien hay variables que se comportan tal y como predice la teoría del *trade-off*, la teoría del *pecking order* tiene una mayor capacidad explicativa de los factores determinantes de la estructura financiera, por haberse hallado mayores coincidencias entre las relaciones pronosticadas y nuestros resultados. Esta conclusión coincide con la hallada en investigaciones previas, como en Shyan-Sunder & Myers (1999) y Frank & Goyal (2009), e incluso, para el caso de las cooperativas, en Mateos & Guzmán (2018). En este sentido, Koralun-Bereznicka (2018) apunta que TOT tienen mayor poder explicativo en el apalancamiento de corto plazo, mientras que POT lo tiene en el del largo;

sin embargo, en los resultados de esta investigación no parecen corroborarse tales afirmaciones.

Por tanto, y considerando lo anterior, es posible concluir que el comportamiento financiero de las CTA de MONDRAGON se puede explicar a partir de los postulados de las dos teorías financieras más relevantes, debido a que cada teoría (TOT y POT) parece explicar sólo parte de sus determinantes. Por tanto, para comprender su dinámica financiera será preciso atender a las relaciones observadas bajo el enfoque de una y otra teoría, coincidiendo con los resultados manifestados en la investigación cualitativa previa y por muchas otras investigaciones que, aunque hayan confrontado ambas teorías, han alcanzado resultados que pueden interpretarse complementariamente por TOT y POT (entre otros, Antoniou *et al.*, 2008; Alipour *et al.*, 2015; Matias & Serrasqueiro, 2017; Yildirim *et al.*, 2018).

Por último, cabe comentar el especial valor que tanto el marco teórico como las personas entrevistadas en el estudio cualitativo otorgan a los fondos propios para la estabilidad y que, si bien indirectamente se ha tratado de plasmar un efecto en las decisiones de estructura financiera (variable PC, EP o, incluso, PPS), puede que sea necesario plantear un estudio concreto de las decisiones que directamente afectan al comportamiento de las CTA respecto de sus instrumentos de patrimonio neto, para conocer los factores que influyen en su determinación, tal y como se ha planteado en esta investigación respecto del nivel de endeudamiento; aspecto que se apuntará en el apartado de líneas futuras de investigación.

Así mismo, es necesario recordar que, como se ha mencionado a lo largo del trabajo, los resultados aquí mostrados no pueden ser generalizados a otras CTA ni tan siquiera a otras cooperativas de otro tipo. La razón principal de este hecho es que las CTA de MONDRAGON pertenecen a un grupo cooperativo con normativa y directrices financieras propias, las cuales no tienen por qué reproducirse en otras sociedades cooperativas, tal y como argumentan Joshi & Smith (2008). Por poner un ejemplo, es posible que algunas CTA hayan optado por no tomar la decisión de poder rehusar el reembolso de las aportaciones a capital de las personas socias, teniendo que reclasificar estas como pasivos financieros. Por tanto, lo más probable es que los factores determinantes de una estructura financiera en cooperativas no pertenecientes a MONDRAGON así configurada puedan ser diferentes a las observadas en esta tesis, al combinar factores que explican los recursos ajenos genéricos con los que podrían resultar significativos para explicar las variaciones de la cifra de capital social que, como ya se ha indicado, se caracteriza por ser una magnitud variable. Sin embargo, si bien el trabajo aquí mostrado se ha contemplado en todo momento como una investigación exploratoria para CTA de MONDRAGON, resulta un avance relevante en el conocimiento e interpretación de la dinámica financiera del mundo cooperativo, en el que todavía queda mucho por investigar.

CAPÍTULO VII

**Conclusiones, limitaciones y
líneas futuras**

1. Introducción

El presente capítulo contiene los apartados correspondientes a las conclusiones generales, a las limitaciones que presenta el estudio y a las líneas futuras de investigación con relación al objeto de estudio presentado en esta tesis.

2. Conclusiones

En este apartado se exponen las principales conclusiones de la investigación que se plantean considerando las conclusiones preliminares tanto del marco conceptual y estado del arte como de la parte empírica (cualitativa y cuantitativa). En este sentido, haber empleado una metodología mixta, combinando una investigación cualitativa y una cuantitativa, se valora positivamente, al haber acercado la realidad del comportamiento financiero de estas sociedades a marcos teóricos asentados en la literatura científica. Así, se ha conseguido aportar matices muy interesante con los que no sólo se introducen elementos singulares de estas sociedades en los modelos, sino que, además, permite interpretar los resultados alcanzados a través de la investigación de carácter cuantitativo.

Si bien todas las conclusiones obtenidas en los capítulos previos son pertinentes para responder a los objetivos y preguntas de investigación (véase conclusiones del capítulo V y capítulo VI), en este apartado se procura entrelazar unas con otras a fin de responder de forma global al objetivo general de esta tesis, que no es otro que “analizar la dinámica de la estructura financiera en las cooperativas de trabajo asociado de MONDRAGON en cuanto a la configuración, factores determinantes y comportamiento financiero derivado de las preferencias y motivaciones consideradas en las decisiones de estructura financiera”. Por tanto, a continuación se recogen las conclusiones principales obtenidas, sin seguir un orden que atienda al desarrollo de los capítulos de esta tesis, siendo algunas meramente descriptivas, mientras que otras tienen un carácter más científico.

El estudio de un modelo empresarial como el de las CTA requiere el acotamiento y la delimitación previa del contexto y el ámbito de aplicación de una investigación de este tipo, ya sea analizando las singularidades que condicionan su actividad cooperativizada en general y las económico-financieras en particular. Sin embargo, asimilada ya la concepción eminentemente empresarial de estas sociedades (Agirre, 2001, Dow, 2018), se concluye, al igual que Fakhfakh *et al.* (2012), que sus **especificidades no las hacen muy diferentes a otras formas jurídicas** en cuanto a decisiones financieras se refiere, o no al menos tanto como ha creído la literatura científica general. Por tanto, los resultados obtenidos cuestionan nuestro parecer inicial, incluido en el capítulo de introducción, en el que se sugería que el marco legal cooperativo y la clase de cooperativa pudieran dar lugar a diferencias relevantes en las prácticas y motivaciones relativas a la financiación de estas sociedades. No obstante, el de las decisiones de estructura financiera en cooperativas es un campo que necesita un mayor desarrollo científico en los que puedan basarse investigaciones futuras.

El análisis de los diversos instrumentos de financiación evidencia que las CTA hacen **uso de fuentes de financiación propias y ajenas**. Aunque se hayan encontrado similitudes y diferencias en el empleo de las mismas, se observa una limitación relevante en cuanto a la capacidad de acción que se posee respecto de los recursos propios, lo que condiciona las decisiones de estructura financiera.

Si bien en las últimas décadas ha habido un desarrollo legislativo para incluir alternativas que tratan de mejorar el **acceso de las CTA a la financiación** (Salaberria, 1995), se constata que el empleo de la mayoría de ellos (cuotas periódicas, aportaciones voluntarias, títulos participativos, participaciones especiales, obligaciones, bonos, etc.) es un tanto exiguo y excepcional. No obstante, su existencia arroja posibilidades y soluciones muy apreciadas en determinados aspectos, sobre todo cuando se cubren las expectativas de las CTA en cuanto a volumen, plazo, accesibilidad y estabilidad. Por ejemplo, las aportaciones financieras subordinadas no han tenido éxito para captar ahorros de terceros inversores, pero sí ha conseguido articular un sistema válido para la participación de personas socias colaboradoras de naturaleza institucional en el capital social de estas sociedades (aspecto que ha sido contrastado con Belen Kortabarria, directora del departamento de gestión financiera de MONDRAGON). Este instrumento financiero constituye una alternativa válida para el reforzamiento patrimonial que se está demandado desde las CTA, pese a que su desarrollo no ha resuelto la **mayor preocupación** de estas sociedades en cuanto a la **configuración, volumen y alcance de los fondos propios** (Alzola & Villafañez, 2016). Por todo ello, si bien los instrumentos de pasivo antes mencionados han perdido relevancia en el texto de la Ley de Cooperativas de Euskadi tras su última revisión, es necesario desarrollar nuevas alternativas que den solución a esta debilidad manifiesta de las cooperativas, aunque hasta la fecha haya resultado complicado dotar de herramientas e instrumentos eficaces, sin perjudicar la esencia personalista de las cooperativas ni el equilibrio existente entre la promoción de este tipo empresarial y las obligaciones que ello le origina (dotación obligatoria del FRO, su irrepartibilidad, etc.).

Así, la única alternativa *sencilla* de incrementar el patrimonio neto de las CTA la constituye la **retención de sus excedentes netos**. Durante el periodo estudiado la distribución de excedentes mantiene unas proporciones **relativamente estables** (30% a patrimonio común y 70% patrimonio individual), incluso durante el periodo de crisis financiera. Entre las posibilidades de retención en fondos de reserva, las CTA en peor situación financiera o las que tengan mayor vulnerabilidad priorizarán la distribución que fortalece el patrimonio común frente al individualizado, debido a que las individualizadas se componen de fondos que terminan saliendo de la CTA cuando la persona socia abandona la sociedad. Sin embargo, esta decisión corresponde en última instancia al conjunto de personas socias de la cooperativa e implica renunciar a una retribución monetarizada (retorno y/o intereses de aportaciones)¹¹¹, por lo que sitúa a la cooperativa en un escenario de coste de oportunidad y posición de dependencia hacia el parecer del colectivo de personas socias. En este contexto, varias direcciones entrevistadas han propuesto a MONDRAGON una mayor exigencia en normas que fomenten la autofinanciación de la cooperativa (modificación que fue aprobada en noviembre de 2018). No obstante, parecen obviar que las NNCC sólo establecen mínimos en este sentido, dejando en manos de la cooperativa el poder

¹¹¹ Siempre que se cumplan las condiciones establecidas en las normas congresuales de MONDRAGON, explicadas en el capítulo II.

incrementar el porcentaje retenido, destinándolo, por ejemplo, a fondos de reserva voluntarios de distinta naturaleza. Varias cooperativas han promovido acciones de formación y sensibilización, llegando a acuerdos para el establecimiento general de proporciones más equilibradas que las arriba indicadas, o al menos para las épocas de mayores adversidades financieras, debido a las mayores ventajas que presenta la dotación de fondos que componen el patrimonio común (Tortia, 2018).

Por otro parte, el análisis realizado y los resultados de la investigación cualitativa, **descartan la aparición de problemas de índole financiera asociadas a las CTA**, como los de infrainversión (Myers, 1977), ya sea por problemas de horizonte temporal (Pejovich, 1969; Furubotn & Pejovich, 1970; Furubotn, 1971, 1976; Jensen & Meckling, 1979) o por conservadurismo financiero (Bowles & Gintis, 1990; 1993; 1996), problemas de recursos común (Milgrom & Roberts, 1993), o los relacionados con los problemas de agencia que puedan surgir entre la propiedad y la dirección, al poseer todas estas personas la misma condición de personas socias, en igualdad de derechos y obligaciones. La mayoría de estos problemas no termina por originarse o se resuelve por el establecimiento de mecanismos y órganos informativos, de gestión y de control; por lo que se recomienda a toda cooperativa que tenga un desarrollo de estatutos adecuado, complementado con reglamentos y políticas que den soporte a tales procesos.

Aún así, **la captación de recursos a través de sus personas socias trabajadoras** es, en general, una alternativa **en retroceso o limitándose** por parte de las CTA, por no resultar una alternativa eficiente para las sociedades (coste, gestión, etc.), más que por conllevar un riesgo excesivo para la propia persona socia, la cual concentra trabajo y ahorro en una misma entidad (que también). En este sentido cada cooperativa puede decidir, a través del ejercicio de su participación democrática, si le compensa mantener abierta una vía de financiación más que pueda ser útil en momentos de necesidad, priorizando la remuneración de los capitales cedidos por las personas socias frente a los procedentes de entidades y agentes financieros; o bien apostar por fondos de personas o entidades con un perfil inversor más profesionalizado, sin dar opción a retribución, pero tampoco concentración de riesgo, al colectivo de personas socias.

Los resultados de la investigación cualitativa apuntan a que **el acceso a la financiación externa de estas sociedades no presenta especificidades, sino matices**, en comparación con el de otras formas societarias. A las CTA se les aplican los mismos requerimientos y condiciones de mercado, por lo que el hecho cooperativo no implica mayores problemas de selección adversa. En este sentido, se recomienda **mantener relaciones cercanas y de confianza con los proveedores de financiación** habituales, los cuales poseen un conocimiento suficiente del modelo cooperativo como para evitar que padezcan tanto situaciones de restricciones financieras como que obtengan financiación en peores condiciones. En consecuencia, las motivaciones y preferencias en el uso de los instrumentos ajenos empleados tradicionalmente para responder a sus necesidades financieras habituales pueden asemejarse a las observadas en sociedades capitalistas, como respaldan las direcciones financieras entrevistadas.

Se constata que **las teorías financieras** más relevantes, *trade-off* (TOT) y *pecking order* (POT), **ayudan a comprender el comportamiento y dinámica de la estructura financiera de las CTA de MONDRAGON**. En este sentido, no se descarta la existencia de

un rango de endeudamiento sostenible (más que un nivel óptimo determinado), como en TOT; ni un orden preferente de las fuentes de financiación, como en POT. Sin embargo, los resultados permiten destacar en las CTA un cambio en la alteración del orden de preferencia previsto en POT entre el endeudamiento a largo y a corto (a favor del largo plazo) y un mayor poder explicativo de la configuración de la estructura financiera de POT frente a las predicciones observadas en TOT.

Además, los factores generales introducidos en el modelo parecen tener una mayor significación que los específicos seleccionados expresamente para las CTA de MONDRAGON, a pesar de haber hallado también ciertas correspondencias entre estas últimas y el endeudamiento de las cooperativas, si bien se encuentran más relacionadas con uno u otro tipo de apalancamiento (a largo plazo y/o a corto).

En este sentido, la investigación cuantitativa revela que el nivel de endeudamiento total de las CTA comprendidas en la muestra ronda, de media, un 55,8% del activo total, estando directamente relacionado con **factores determinantes** como el nivel de endeudamiento previo, la dimensión empresarial, la estabilidad patrimonial y el nivel de intangibles; mientras que el endeudamiento total muestra una relación inversa respecto a variables como la edad, la rentabilidad, la liquidez, las oportunidades de crecimiento, los escudos fiscales alternativos a la deuda y la proporción de activos no corrientes. Estos factores pueden favorecer u obstaculizar el acceso y mantenimiento de la financiación ajena por parte de las CTA de MONDRAGON, presentando algunas de ellas cierta capacidad de gestión por parte de la cooperativa, como la rentabilidad, la inversión en intangibles, la estructura del activo, el nivel de liquidez, la estabilidad patrimonial o la proporción de personas socias, mientras que otras están más relacionadas con sus características (edad y tamaño), en las cuales resulta más complejo actuar.

En cuanto a la **madurez de la deuda**, las CTA de MONDRAGON emplean, en mayor medida, el endeudamiento a corto plazo (39,6% frente a %16,2 a largo plazo para el periodo estudiado 2002 - 2019), equiparándose, además, sus factores determinantes con los del endeudamiento total. No ocurre lo mismo, con el apalancamiento a largo plazo, en el que si bien los factores determinantes se repiten, el signo de la relación es contraria a la observada para el endeudamiento total y el corto plazo. Así, en el caso del endeudamiento a largo plazo se halla un vínculo positivo con el nivel de endeudamiento previo, los escudos fiscales alternativos a la deuda, las oportunidades de crecimiento, la liquidez y la proporción de personas socias; mientras que se observa una relación negativa con la rentabilidad, el tamaño, la edad, la cobertura del inmovilizado y el factor trabajo.

Esta distinción también se produce en las motivaciones y preferencias de su uso, ya que las CTA entrevistadas declaran que la financiación a corto plazo responde a las necesidades financieras operativas derivadas de las características económico-financieras de su objeto social (periodo de maduración, tipología de clientes, etc.), mientras que la del largo plazo parece abarcar necesidades de carácter más estratégico o estructural, asociados en mayor medida al mantenimiento o mejora de la posición competitiva. El coste como criterio de decisión de la madurez de la deuda, aunque mantiene su importancia, tiene cada vez menor peso en favor de otros atributos como la facilidad de acceso, el plazo o la estabilidad, es decir, que se aprecia un cambio de visión estratégica en la estructura financiera al reemplazar el coste (criterio cortoplacista) por aspectos relacionados con la

reducción del riesgo y la consolidación de la misma (visión a más largo plazo). Así, se observa en los últimos años estudiados una sutil sustitución de deuda de corto plazo por el apalancamiento a largo, acompañando de forma coherente las afirmaciones anteriores. Por ello, las CTA, y más aún aquellas con desequilibrios en la calidad de la deuda, deben tender a reducir su dependencia hacia el corto plazo, debido al riesgo de renovación existente, aunque ello les suponga un mayor diferencial en su coste financiero.

Así mismo, se constata la existencia de relaciones no sólo con entidades financieras tradicionales, sino también con diversas instituciones de ámbito local, regional o estatal que ofrecen soluciones financieras para fomentar el desarrollo del tejido empresarial a través de políticas de I+D+i, inversión productiva o internacionalización, de las que las CTA también dan buena cuenta. No obstante, las restricciones financieras sufridas durante la crisis acaecida entre 2008 - 2013 han calado en las CTA de MONDRAGON y ello las ha animado a emprender procesos de **diversificación financiera** que les permite poseer un abanico más amplio de proveedores de financiación con los que reducir la excesiva dependencia que mantenían previo a ese periodo, lo cual puede explicar, al menos en parte, la alteración de la preferencia en el orden sugerido por POT y el cambio en la estructura de vencimiento observado en los últimos años del periodo estudiado.

Entre las alternativas analizadas, existe un colectivo de agentes financieros (entidades supranacionales como el BEI, fondos de inversión o inversores en mercados financieros) para quienes el modelo cooperativo no es tan cercano o conocido. Quizas por ello, apenas se han realizado operaciones con estos tipos de entidades o inversores. Menos aún en el caso de fondos o inversores privados fuera de la intermediación de un mercado organizado, aunque algunas CTA entrevistadas admiten que éstos habían mostrado interés en ser partícipes de su estructura de financiación. En este sentido, se aprecia que la labor de representación de los servicios centrales de MONDRAGON en el acercamiento a estos agentes es muy importante y puede favorecer emprender estos procesos de diversificación financiera por parte de las cooperativas de menor tamaño (por ser a las que se presupone una menor reputación). Así mismo, en los casos en que se opte por emitir instrumentos financieros de pasivo en un mercado financiero, se recomienda acometer un proceso pausado que conlleve ir adquiriendo notoriedad para garantizar el éxito en este tipo de operaciones, para los cuales las cooperativas, en general, no se encuentran aún preparadas.

La **pertenencia a un grupo cooperativo** como MONDRAGON resulta **determinante** para la dinámica financiera de las cooperativas integrantes, por seguir políticas y directrices propias que dan lugar a la práctica de la cooperación financiera, ya sea intracooperativa (reconversión de resultados, etc.) como intercooperativa (canalización de solidaridad y acceso a fondos para el desarrollo del proyecto estratégico). Las personas entrevistadas ponen en valor los diversos mecanismos existentes que, si bien aprecian aspectos a mejorar, aceptan que han ayudado a múltiples cooperativas en posiciones críticas a esquivar situaciones de dificultades financieras. En este sentido la caída de Fagor Electrodómesticos (FED) supuso un mazazo importante en el diseño y articulación de estos mecanismos, los cuales ya han sido revisados y mejorados a raíz del aprendizaje obtenido en el periodo de crisis financiera, trayendo consigo políticas de mayor autoexigencia en cuanto a reforzar sus recursos propios y mantener niveles de endeudamiento asumibles que garanticen la sostenibilidad futura de los negocios.

En este sentido, la ideación por parte de las CTA de **estructuras financieras sostenibles, soportadas en políticas financieras** compartidas con los órganos decisores de las cooperativas, parecen instrumentos útiles y factibles al objeto de alcanzar estructuras sólidas y competitivas que permitan a estas sociedades materializar su estrategia competitiva a la par que hacer frente a contextos financieros adversos, tanto internos como externos. Estas políticas financieras debieran recoger políticas de distribución de excedentes netos, de inversiones, del nivel de endeudamiento asumible que tenga en consideración los factores determinantes detectados como condicionantes y estableciendo niveles determinados o rangos para la ratio de independencia, la capacidad de repago de la deuda y la calidad de la deuda), además de un marco de alternativas plausibles para el reforzamiento del patrimonio neto y la diversificación financiera.

3. Limitaciones

A pesar de las aportaciones de esta investigación existe una serie de limitaciones que se derivan, sobre todo, de los estudios empíricos desarrollados.

La primera limitación tiene que ver con la muestra empleada, debido a que sólo se ha accedido a cooperativas de trabajo asociado pertenecientes a MONDRAGON que, si bien suponen un número suficiente de cooperativas, podría haberse extendido a un mayor número, incorporando a CTA de fuera del grupo empresarial. Sin embargo, esto no ha sido posible al no existir datos con el suficiente desglose y homogeneización, lo cual permitiría realizar un análisis comparado.

La segunda limitación se refiere a la entrevista realizada en el contexto de la investigación cualitativa. Por un lado, se podría mejorar la orientación de algunas preguntas referentes a algunos factores determinantes. como los escudos fiscales, las oportunidades de crecimiento, la estructura del activo, el riesgo o la liquidez, las cuales se tuvieron que eliminar expresamente del cuestionario preliminar¹¹². En este sentido es necesario encontrar otra formulación que transmita de forma adecuada el sentido de la cuestión planteada. Por otro lado, en el apartado que trata de estudiar el conservadurismo financiero de las CTA ha mostrado ciertas debilidades para la consecución de los fines esperados, ya sea (1) porque no se ha consultado de forma apropiada, o (2) porque las respuestas obtenidas no han obtenido el foco pretendido. En relación con la primera causa (1), cabe comentar que es improbable que una dirección financiera no reconozca una actitud prudente frente al riesgo. Para resolver la segunda causa (2), sería conveniente haber incluido entre las personas entrevistadas otros perfiles con los que poder contrastar tales afirmaciones, como personas de dirección general o de negocio. Así mismo, y a pesar de emplear un método que trata de incorporar la máxima variabilidad entre las personas entrevistadas, también hubiera enriquecido los resultados alcanzados si se hubiera ampliado el alcance del análisis cualitativo incorporando también a cierta representación de los proveedores de financiación de estas empresas lo cual permitiría refrendar o matizar las opiniones de la las ddirecciones que han participado en el estudio; aspecto que se comentará también en el apartado de líneas futuras.

¹¹² Véase Cuestionario 1, incluido en el apartado 2 del capítulo V.

Así mismo, la diferencia temporal de las entrevistas (2018 - 2019) y la base de datos de la muestra (2002 - 2019) produce que estas presenten cierta lejanía en el tiempo. No obstante, si se desea que el periodo en el que se elaboran las entrevistas esté incluido en el periodo del estudio cuantitativo, hay que considerar que la disponibilidad de los datos de un ejercicio económico se origina meses más tarde desde que la última CTA cierra su ejercicio económico; siendo esta una problemática inherente a todas las investigaciones que trabajan con datos que contienen información contenida en las cuentas anuales. Además, en el transcurso de la investigación se ha producido al menos un acontecimiento relevante que ha podido cambiar el comportamiento financiero de estas sociedades, como es la reciente crisis sanitaria, cuyos efectos todavía no se han observado en dichas bases de datos.

En lo referente al trabajo cuantitativo, la revisión del estado del arte realizada constata cierta controversia en la utilización de algunas variables y *proxies*. Por ello, se podría proponer nuevas fórmulas para medir el efecto de factores como el riesgo, las oportunidades de crecimiento o los escudos fiscales alternativos a la deuda, algunas citadas por la propia comunidad científica, pero con el inconveniente de que la base de datos empleada actualmente no ofrece ningún dato al respecto.

También es posible que la especificación del modelo o de las variables presente limitaciones. Al existir pocas investigaciones previas basadas en cooperativas es posible que no se estén reconociendo variables que requieran otro tratamiento, como el que se puede dar a las variables exógenas o independientes en modelos dinámicos basados en *GMM*.

Por último, se presentan las líneas futuras de investigación.

4. Líneas futuras

Las líneas investigación futuras que se sugieren están enfocadas principalmente a seguir indagando en algunos resultados de la investigación empírica, ya sea cualitativa como cuantitativa, así como a superar algunas de las limitaciones mencionadas.

A pesar de las aportaciones realizadas, sigue habiendo necesidad de estudio de las decisiones financieras de las sociedades cooperativas, en general, y de las cooperativas de trabajo asociado en particular. En este sentido, queda patente que la gestión de la estructura financiera de una CTA no es una cuestión resuelta y, por tanto, existen necesidades que quedan por cubrir, aunque su espectro es mucho más amplio que el tema de investigación de esta tesis. Por ello, sería conveniente hacer un análisis cuantitativo del uso y alcance real de las distintas alternativas financieras ofrecidas por la legislación en todas las CTA de MONDRAGON y de las CTA en general, al objeto de plantear soluciones más acordes con las necesidades que se han recogido en esta investigación: reforzamiento de fondos propios, diversificación de fuentes de financiación, etc.

Para ello, también podría resultar apropiado iniciar una investigación cuyo fin fuera comparar los resultados cualitativos y cuantitativos obtenidos en esta tesis respecto de otras formas empresariales, ampliando la muestra de empresas a otros colectivos. Este propósito se puede desarrollar, por un lado, a partir de estudios comparados entre dos muestras, una de ellas compuesta por sociedades cooperativas y la otra de no cooperativas como en Viviani (2008), o incluyendo en el modelo un factor relativo a la forma jurídica que permita dilucidar si el hecho cooperativo se encuentra o no en los determinantes de la estructura financiera, como en Arjona *et al.* (1998). Así mismo, se podría analizar la existencia de diferencias en el comportamiento financiero entre cooperativas de dentro y de fuera del grupo MONDRAGON, y también entre cooperativas de trabajo asociado y de otras clases, como la realizada por Saona, Martín, Jara & Saona (2018). De esta forma, se ampliaría la literatura científica en este campo.

Además, se pueden incorporar nuevos enfoques que otras personas investigadoras han desarrollado en modelos que tratan de entender las decisiones de estructura financiera, para dilucidar si estos también pueden ser apropiados para el caso de las cooperativas y sus factores determinantes. En este sentido, existen investigaciones que, además de estudiar las teorías del *trade-off* (TOT) y *pecking order* (POT), han basado sus hipótesis incorporando las singularidades aportadas por otras teorías como la teoría de estrategia empresarial (TEP), basada en el comportamiento estratégico de la empresa, como en Aybar *et al.* (2003, 2004), o considerando la visión de las etapas del ciclo de vida de las empresas, como en Castro *et al.* (2016). Otros estudios, consideran también el enfoque de la teoría de recursos para explicar la dinámica financiera de las cooperativas (Charterina *et al.*, 2017), mientras que otras investigaciones se decantan por el estudio empleando un enfoque institucional o de estructura de la propiedad. Estas investigaciones mencionadas en último lugar introducen en sus respectivos modelos factores relativos a la concentración de la propiedad, a las características personales de las personas propietarias o la diversidad, entre otros factores, como en Ampenberger, Schmid, Achleitner & Kaserer (2013), Siri, Barbosa & Morais (2016) o Hernández (2020). Por tanto, abordar estudios que incorporen variables de este tipo, como el género de las personas decisoras, la dimensión del colectivo de personas socias o su nivel de formación, puede ayudar a identificar diferentes comportamientos y mejorar la comprensión actual de las decisiones financieras de este tipo de sociedades.

Existen, además, otros estudios que incorporan el entorno macroeconómico como otro elemento relevante de estudio. En algunos casos, estiman modelos construidos, además de por los factores generales basados en TOT y POT, por variables macroeconómicas como el Producto Interior Bruto, el tipo de interés, etc., mientras que en otros casos, como en Migliori, Maturo y Polone (2018), estudian por separado los determinantes del endeudamiento en función de la etapa macroeconómica en la que se encuentran las empresas. En nuestro caso, ya se han advertido diferencias en la dinámica financiera de las CTA a través del análisis descriptivo del capítulo IV, por lo que sería interesante comprobar, por un lado, variables macroeconómicas relevantes para explicar el comportamiento financiero de las CTA o, por otro lado, si las variables significativas identificadas varían o no a lo largo de las tres etapas identificadas (etapa de crecimiento, etapa de crisis y etapa de recuperación).

Así mismo, sería interesante recopilar datos para realizar un nuevo estudio cuyo objetivo principal sea explorar si la dinámica financiera de las CTA de Mondragon ha sufrido cambios debidos a la crisis sanitaria derivada de la COVID 19, replicando la metodología mixta. Además, una vez realizado este estudio podría profundizarse en la forma en la que las cooperativas responden ante etapas de crisis con impacto económico-financiero, como hacen Moradi & Paulet (2019) y D'Amato (2019).

Sin embargo, y para terminar con el bloque de líneas futuras relacionadas con el estudio cuantitativo, es indispensable plantear investigaciones acerca de las otras decisiones de naturaleza financiera que acontecen en la empresa:

- Analizar los factores determinantes del nivel de fondos propios de las cooperativas, por tratarse de recursos por los que las direcciones entrevistadas sienten preocupación, si bien el marco teórico es escaso y no se han identificado investigaciones previas.
- Estudiar los factores determinantes de la distribución del excedente (política de dividendos, en la literatura financiera), como en Navarro (2011) o Gutiérrez & Sáez (2014).

Por otro lado, también existen posibilidades de desarrollo a partir del trabajo cualitativo realizado. En este sentido, tal como se adelantaba en el apartado de limitaciones, es posible ampliar el perfil de personas entrevistadas al objeto de contrastar, entre otros aspectos, el posible conservadurismo de las CTA debido a la concentración de trabajo y ahorro en una misma sociedad y que puede derivar en políticas subóptimas de inversión, financiación y crecimiento. Así mismo, sería interesante investigar los procesos de diversificación financiera que las diferentes direcciones financieras han manifestado emprender, al objeto de determinar el alcance de estos y la influencia de los mismos no sólo en las decisiones económico-financieras, sino en otros aspectos relacionados con la gobernanza, como la participación o la transparencia. Así, se podría analizar si en cooperativas con mayor exposición a mercados financieros u otros agentes que funcionan con reglas de mercado, han podido surgir problemas de agencia o de información asimétrica, como la selección adversa o el riesgo moral, que no parecen aflorar en este tipo societario en base a las conclusiones de esta tesis

Referencias bibliográficas

Referencias bibliográficas

- Abor, J. & Biekpe, N. (2009). How do we explain the capital structure of SMEs in sub-Saharan Africa?: Evidence from Ghana. *Journal of Economic Studies*, 36(1), 83–97. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:eme:jespps:v:36:y:2009:i:1:p:83-97>
- Acedo Ramírez, M. Á. (2005). *Estructura financiera y rentabilidades de las empresas riojanas*. [Tesis doctoral], Universidad de La Rioja, Logroño.
- Adam, T. & Goyal, V. K. (2008). The investment opportunity set and its proxy variables. *Journal of Financial Research*, 31(1), 41–63. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.2008.00231.x>
- Addison, J. T. (2005). The determinants of firm performance: unions, works councils, and employee involvement/high-performance work practices. *Scottish Journal of Political Economy*, 52(3), 406–450. <https://doi.org/10.1111/j.0036-9292.2005.00351.x>
- Agirre Aramburu, A. (2001). Los principios cooperativos “atractores” de la gestión eficiente: su medición: aplicación al caso de Mondragón Corporación Cooperativa. *CIRIEC - España. Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 39, 93–114.
- Ahmed Sheikh, N. & Wang, Z. (2011). Determinants of capital structure: an empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan. *Managerial Finance*, 37(2), 117–133. <https://doi.org/10.1108/03074351111103668>
- Akerlof, G. A. (1970). The Market for “Lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500. <https://doi.org/10.2307/1879431>
- Alfonso Sánchez, R. (2016). Formas jurídicas de trabajo asociado en la economía social. En M. J. Senent Vidal (coord.), G. Fajardo García (coord.). *Cooperativa de trabajo asociado y estatuto jurídico de sus socios trabajadores* (pp. 79–110). Valencia : Tirant lo Blanch.
- Alguacil Marí, M. P. (2011). *Régimen tributario*. En G. Fajardo García (coord.). *Cooperativas: Régimen Jurídico y Fiscal* (pp. 191–230). Tirant lo Blanch.
- Alipour, M., Mohammadi, M. F. S. & Derakhshan, H. (2011). Determinants of capital structure: An empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan. *Managerial Finance*, 37(2), 117–133. <https://doi.org/10.1108/03074351111103668>
- Alipour, M., Mohammadi, M. F. S. & Derakhshan, H. (2015). Determinants of capital structure: An empirical study of firms in Iran. *International Journal of Law and Management*, 57(1). <https://doi.org/10.1108/IJLMA-01-2013-0004>
- Allayannis, G., Brown, G. W. & Klapper, L. F. (2003). Capital structure and financial risk: Evidence from foreign debt use in east asia. *The Journal of Finance*, 58(6), 2667–2710. <https://doi.org/https://doi.org/10.1046/j.1540-6261.2003.00619.x>
- Allen, D. E. & Mizuno, H. (1989). The determinants of corporate capital structure: Japanese evidence. *Applied Economics*, 21(5), 569–585. <https://doi.org/10.1080/758524891>
- Almiñana Díaz, E. (1998). Principios cooperativos: aspectos jurídico-contables. *Técnica Contable*, 50(592), 311–318.
- Alonso Rodrigo, E. (2001). *Fiscalidad de cooperativas y sociedades laborales*. Institut per a la Promoció i la Formació Cooperatives. Generalitat de Catalunya.

- Altman, E. (1984). A further empirical investigation of the bankruptcy cost question. *The Journal of Finance*, 39(4), 1067–1089. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03893.x>
- Altuna Erle, R. & Urteaga Olano, E. (2014). Los inicios de la experiencia coopeativa Mondragón. *REVESCO: Revista de Estudios Cooperativos*, 115, 101–131. http://dx.doi.org/10.5209/rev_REVE.2014.v114.44295
- Álvarez Cuevas, C. (2016). *Las decisiones financieras de las empresas en dificultades: un análisis empírico para Latinoamérica*. [Tesis doctoral]. Universidad de Cantabria, Santander.
- Álvarez García, B., Boedo Vilabella, L. & Lagoa-Varela, D. (2012). A new theoretical analysis of the debt financing decision: European evidence from industry data. *Atlantic Review of Economics: Revista Atlántica de Economía*, 2(1). In RePEc <https://EconPapers.repec.org/RePEc:eac:articl:14/11>
- Álvarez Pérez, M. B. (1999). *Problemas de agencia y de elección contable derivados de la regulación legal de las cooperativas agrarias*. [Tesis doctoral]. Universidad de Oviedo, Oviedo.
- Alzola Berriozabalgoitia, I. (2009). *El régimen jurídico de los fondos de reserva voluntarios de las sociedades cooperativas*. [Tesis doctoral]. Mondragon Unibertsitatea. Enpresa Zientzien Fakultatea. Oñati.
- Alzola Berriozabalgoitia, I. & Villafañez Pérez, I. (2016). Los recursos financieros en la legislación cooperativa y sus peculiaridades en las cooperativas de trabajo asociado. En M. J. Senent Vidal (coord.), G. Fajardo García (coord.). *Cooperativa de trabajo asociado y estatuto jurídico de sus socios trabajadores* (pp. 481–511). Tirant lo Blanch.
- Amat Salas, J. O. & Perramon Costa, J. (2011). High-growth cooperatives: Financial profile and key factors for competitiveness. *CIRIEC - España. Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 73, 81–98.
- Ananiadis, Y., Notta, O. & Oustapassidis, K. (2003). Cooperative competitiveness and capital structure in the Greek dairy industry. *Journal of Rural Cooperation*, 31(2), 95–109.
- Anderson, T. W. & Hsiao, C. (1981). Estimation of dynamic models with error components. *Journal of the American Statistical Association*, 76(375), 598–606. <https://doi.org/10.2307/2287517>
- Anderson, T. W. & Hsiao, C. (1982). Formulation and estimation of dynamic models using panel data. *Journal of Econometrics*, 18(1), 47–82. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:econom:v:18:y:1982:i:1:p:47-82>
- Ang, J. S., Cole, R. A. & Lin, J. W. (2000). Agency costs and ownership structure. *The Journal of Finance*, 55(1), 81–106. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00201>
- Antoniou, A., Guney, Y. & Paudyal, K. (2002). Determinants of corporate capital structure: Evidence from european countries. In *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.302833>
- Antoniou, A., Guney, Y. & Paudyal, K. (2006). The determinants of debt maturity structure: Evidence from France, Germany and the UK. *European Financial Management*, 12(2), 161–194. <https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2006.00315.x>

- Antoniou, A., Guney, Y. & Paudyal, K. (2008). The determinants of capital structure: Capital market-oriented versus bank-oriented institutions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(1), 52–92.
- Arando Lasagabaster, S. (2008). *The legal structure as a determinant of business dynamics*. [Tesis doctoral]. Universidad de Deusto, Donostia.
- Arando Lasagabaster, S. & Arenaza Bengoa, I. (2018). Inter-Cooperation mechanisms in Mondragon: managing the crisis of Fagor Electrodomésticos. In I. Arenaza Bengoa, D. Berry & T. Kato (coord.), *Employee ownership and employee involvement at work: case studies* (Vol. 18, pp. 7–35). Emerald Publishing Limited. <https://doi.org/10.1108/S0885-333920180000018008>
- Aranzadi Tellería, D. (1976). *Cooperativismo industrial como sistema, empresa y experiencia*. Universidad de Deusto = Deustuko Unibertsitatea, Servicio de Publicaciones = Argitalpen Zerbitzua. Economía, 4.
- Arbesú López, P., Álvarez Pérez, M. B. & Fé Cantó, C. (2000). Las cooperativas en el marco de la teoría de la agencia. *CIRIEC - España. Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 34, 169–188.
- Arcas, N., Hernández, E., Martín, J. F., Cegarra, J. G., Minguez, A. & Alcón, F. (15 de diciembre, 2017). *Fundamentos teóricos de las relaciones socio-cooperativa* [Comunicación en congreso]. Congreso ENUIES. Universitat Politècnica de València.
- Arellano, M. & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277–297. <https://doi.org/10.2307/2297968>
- Arellano, M. & Bover, O. (1990). La econometría de datos de panel. In *Investigaciones Económicas*, 14(1), 3-45.
- Arellano, M. & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, 68(1), 29–51. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:econom:v:68:y:1995:i:1:p:29-51>
- Arenaza Bengoa, I. (2009). Accounting in a cooperative company. *International Journal of Technology Management & Sustainable Development*, 8(1), 57–67.
- Arias Terés, B. & Montegut Salla, Y. (2012). Los efectos de la nueva normativa contable en las cooperativas. *Revista de Contabilidad y Dirección*, 14, 183–202.
- Arjona, R., Viala, P. & Wagenvoort, R. (1998). *Small business finance and the European financial environment: some empirical evidence*. Chief economist's Department, European Investment Bank.
- Aronoff, C. E. & Ward, J. L. (1995). Family-owned businesses: A thing of the past or a model for the future? *Family Business Review*, 8(2), 121–130. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1995.00121.x>
- Asquith, P. & Mullins, D. W. (1986). Signalling with dividends, stock repurchases, and equity issues. *Financial Management*, 15(3), 27–44. <https://doi.org/10.2307/3664842>
- Avsec, F. & Štromajer, J. (2015). Development and socioeconomic environment of cooperatives in Slovenia. *Journal of Co-Operative Organization and Management*, 3(1), 40–48. <https://doi.org/10.1016/j.jcom.2015.02.004>

- Aybar Arias, C., Casino Martínez, A. & López Gracia, J. (2001). Jerarquía de preferencias y estrategia empresarial en la determinación de la estructura de capital de la PYME: un enfoque con datos de panel. *Working papers = Documentos de trabajo: Serie EC* - (Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas), Nº. 6, 2001
- Azofra Palenzuela, V. (1986). Bases para un modelo explicativo de la estructura de capital de la empresa. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 49, 193–222.
- Azofra Palenzuela, V. (1987). *La estructura de capital de la empresa: factores explicativos*. Valladolid : Universidad, Secretariado de Publicaciones.
- Azofra Palenzuela, V., De Andrés Alonso, P. & Rodríguez Sanz, J. A. (2000). Endeudamiento, oportunidades de crecimiento y estructura contractual: un contraste empírico para el caso español. *Investigaciones Económicas*, 24(3), 641–679.
- Azofra Palenzuela, V. & Fernández Álvarez, A. I. (1999). Las finanzas empresariales 40 años después de las proposiciones de MM: Teorías y realidades. *Papeles de Economía Española*, 78, 122–144.
- Azofra Palenzuela, V. & De Miguel Hidalgo, A. (1991). El efecto de los impuestos sobre las decisiones empresariales de financiación. *Revista de Economía y Empresa*, 11(29), 109–121.
- Azofra Palenzuela, V. & Rodríguez Sanz, J. A. (2012). El endeudamiento de la empresa española: teorías y realidades. *Papeles de Economía Española*, 132, 37–61.
- Azofra Palenzuela, V., Saona Hoffmann, P. & Vallelado González, E. (2007). Oportunidades de crecimiento y estructura de propiedad como determinantes del apalancamiento de las empresas españolas. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 133, 11–30.
- Bah, R. & Dumontier, P. (2001). R&D intensity and corporate financial policy: Some international evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 28(5–6), 671–692. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/1468-5957.00389>
- Bajramovi, A. (2017). Firm-specific determinants of capital structure - case of firms in Bosnia and Herzegovina. *Journal Of Advances in Business Related Scientific Research*, 8(2), 13-24.
- Bakaikoa Azurmendi, B., Errasti Amozarrain, A. & Begiristain Zubillaga, M. (2004). Gobierno y democracia en los grupos empresariales cooperativos ante la globalización: el caso de Mondragón Corporación Cooperativa. *CIRIEC - España. Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 48, 53–78.
- Balakrishnan, S. & Fox, I. (1993). Asset specificity, firm heterogeneity and capital structure. *Strategic Management Journal*, 14(1), 3–16. <https://doi.org/10.1002/smj.4250140103>
- Ballesteros, E. (1990). *Economía social y empresas cooperativas*. Alianza.
- Baltagi, B. (2005). *Econometric analysis of panel data*. 3º ed. John Wiley & Sons.
- Banerjee, S., Heshmati, A. & Wihlborg, C. (2000). *The dynamics of capital structure* (SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance, Issue 333). Stockholm School of Economics. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:hhs:hastef:0333>
- Barclay, M. J. & Smith, C. W. (1995). The maturity structure of corporate debt. *The Journal of Finance*, 50(2), 609–631. <https://doi.org/10.2307/2329421>

- Barclay, M. J. & Smith, C. W. (1996). On financial architecture: leverage, maturity, and priority. *Journal of Applied Corporate Finance*, 8(4), 4–17. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:bla:jacfrn:v:8:y:1996:i:4:p:4-17>
- Barclay, M. J., Smith, C. W. & Watts, R. L. (1995). The determinants of corporate leverage and dividend policies. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7(4), 4–19. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1995.tb00259.x>
- Barclay, M. J. & Smith Jr., C. W. (1999). The capital structure puzzle: another look at the evidence. *Journal of Applied Corporate Finance*, 12(1), 8–20. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1999.tb00655.x>
- Barclay, M. & Smith, C. (1995). The priority structure of corporate liabilities. *Journal of Finance*, 50, 899–917. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb04041.x>
- Barnea, A., Haugen, R. A. & Senbet, L. W. (1985). *Agency problems and financial contracting* (Prentice Hall (ed.)).
- Barnea, A., Haugen, R. A. & Senbet, L. W. (1981). An equilibrium analysis of debt financing under costly tax arbitrage and agency problems. *Journal of Finance*, 36(3), 569–581. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:bla:jfinan:v:36:y:1981:i:3:p:569-81>
- Barnea, A., Haugen, R. A. & Senbet, L. W. (1980). A rationale for debt maturity structure and call provisions in the agency theoretic framework. *The Journal of Finance*, 35(5), 1223–1234. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1980.tb02205.x>
- Bartlett, W., Cable, J., Estrin, S., Jones, D. C. & Smith, S. C. (1992). Labor-managed cooperatives and private firms in North Central Italy : An empirical comparison. *Industrial and Labor Relations Review*, 46(1), 103-118. <https://doi.org/10.2307/2524741>
- Barton, D., Boland, M., Chaddad, F. & Eversull, E. (2011). Current challenges in financing agricultural cooperatives. *Applied Economics*, 26(3), 1–6.
- Barton, S. L., Duchon, D. & Dunegan, K. J. (1989). An empirical test of Staw and Ross's prescriptions for the management of escalation of commitment behavior in organizations*. *Decision Sciences*, 20(3), 532–544. <https://doi.org/10.1111/j.1540-5915.1989.tb01565.x>
- Barton, S. L. & Gordon, P. J. (1988). Corporate strategy and capital structure. *Strategic Management Journal*, 9(6), 623–632. <https://doi.org/10.1002/smj.4250090608>
- Bas, T., Muradoglu, Y. G. & Phylaktis, K. (2010). Capital structures around the world: Are small and private firms different? *Review of Corporate Finance*, 2, In SSRN <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1569472>
- Baskin, J. (1989). An empirical investigation of the pecking order hypothesis. *Financial Management*, 18(1), 26–35. <https://doi.org/10.2307/3665695>
- Basterretxea Markaida, I., Cornforth, C. & Heras Saizarbitoria, I. (2022). Corporate governance as a key aspect in the failure of worker cooperatives. *Economic and Industrial Democracy*, 34(1), 362-387. <https://doi.org/10.1177/0143831X19899474>
- Bastida Vialcanet, R. (2012). Cooperativas: Aspectos diferenciales, fortalezas y debilidades. *Revista de Contabilidad y Dirección*, 14, 51–72.
- Bastida Vialcanet, R. & Amat Salas, O. (2014). Efectos económicos de la primera aplicación de las normas contables adaptadas a la NIC 32 en las cooperativas. *Revista de Contabilidad*, 17(2), 201–211. <https://doi.org/10.1016/J.RCSAR.2014.07.001>

- Bastida Vialcanet, R. (2013). *Efectes econòmics de la primera aplicació de les normes comptables adaptades a la NIC 32 i la CINIF 2 a les cooperatives*. [Tesis doctoral] Universitat Rovira i Virgili, Reus.
- Bathala, C. T., Moon, K. P. & Rao, R. (1994). Managerial ownership, debt policy, and the impact of institutional holdings: An agency perspective. *Financial Management*, 23(3). In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:fma:fmanag:bathala94>
- Bathala, C. T. & Rao, R. P. (1995). The determinants of board composition: An agency theory perspective. *Managerial and Decision Economics*, 16(1), 59–69. <https://doi.org/10.1002/mde.4090160108>
- Bauer, P. (2004). Determinants of capital structure. *Czech Journal of Economics And Finance*, 54. <https://doi.org/10.1192/bjp.205.1.76a>
- Becchetti, L., Ciciretti, R. & Paolantonio, A. (2016). The cooperative bank difference before and after the global financial crisis. *Journal of International Money and Finance*, 69, 224–246. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2016.06.016>
- Ben-Ner, A. & Jones, D. C. (1995). Employee participation, ownership, and productivity: A theoretical framework. *Industrial Relations: A Journal of Economy and Society*, 34(4), 532–554. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1468-232X.1995.tb00387.x>
- Bengoetxea Alkorta, A. (2016a). El empleo en las cooperativas de trabajo asociado: ¿derecho al trabajo o factor productivo? *Lan Harremanak. Revista de Relaciones Laborales*, 32(32), 37–46. <https://doi.org/10.1387/lan-harremanak.15393>
- Bengoetxea Alkorta, A. (2016b). Modelos de participación de los trabajadores en la empresa. En M. J. Senent Vidal (coord.), G. Fajardo García (coord.). *Cooperativa de trabajo asociado y estatuto jurídico de sus socios trabajadores* (pp. 63–77). Tirant lo Blanch.
- Bengoetxea Alkorta, A. (2016). La contribución de las cooperativas de trabajo asociado a la creación y mantenimiento de empleo. En M. J. Senent Vidal (coord.), G. Fajardo García (coord.). *Cooperativa de trabajo asociado y estatuto jurídico de sus socios trabajadores* (pp. 123–140). Tirant lo Blanch.
- Benito, A. (2003). The capital structure decisions of firms: is there a pecking order? *Banco de España Working Papers* 0310. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSerias/DocumentosTrabajo/03/Fic/dt0310e.pdf>
- Berger, A. & Udell, G. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 22, 613–673. In SSRN <https://doi.org/10.2139/ssrn.137991>
- Berggren, B., Olofsson, C. & Silver, L. (2000). Control aversion and the search for external financing in swedish SMEs. *Small Business Economics*, 15(3), 233–242. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:kap:sbusec:v:15:y:2000:i:3:p:233-42>
- Bester, H. (1987). The role of collateral in credit markets with imperfect information. *European Economic Review*, 31(4), 887–899. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:eecrev:v:31:y:1987:i:4:p:887-899>

- Bevan, A. & Danbolt, J. (2002). Capital structure and its determinants in the UK - a decompositional analysis. *Applied Financial Economics*, 12(3), 159–170. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:taf:apfiec:v:12:y:2002:i:3:p:159-170>
- Bhama, V., Jain, P. K. & Yadav, S. S. (2018). Relationship between the pecking order theory and firm's age: Empirical evidences from India. *IIMB Management Review*, 30(1), 104–114. <https://doi.org/10.1016/j.iimb.2018.01.003>
- Birchall, J. & Ketilson, L. H. (2009). Resilience of the cooperative business model in times of crisis sustainable enterprise programme. In *international Labor Organization*.
- Bitler, M. P., Moskowitz, T. J. & Vissing-Jørgensen, A. (2005). Testing agency theory with entrepreneur effort and wealth. *The Journal of Finance*, 60(2), 539–576. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00739.x>
- Blanco Mazagatos, V., Quevedo Puente, E. de & Delgado García, J. B. (2009). La estructura financiera de la empresa familiar y el cambio generacional. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 38(141), 57–73. <https://doi.org/10.1080/02102412.2009.10779662>
- Blundell, R. & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115–143. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:econom:v:87:y:1998:i:1:p:115-143>
- Blundell, R., Bond, S. & Windmeijer, F. (2001). Estimation in dynamic panel data models: Improving on the performance of the standard GMM estimator. In Baltagi, B.H., Fomby, T.B. & Carter Hill, R. (coord.) *Nonstationary Panels, Panel Cointegration, and Dynamic Panels (Advances in Econometrics, Vol. 15)*. Emerald Group Publishing Limited, Bingley, pp. 53–91
- Boedo Vilabella, L. (2005). *La estructura de capital óptima. Enfoques teóricos desarrollados en el marco de la gran empresa y análisis de su aplicación a las pymes*. [Tesis doctoral] Universidade da Coruña, A Coruña.
- Boedo Vilabella, L. & Iglesias Antelo, S. (2004). Factores que determinan la estructura de capital de las grandes empresas. Aplicación empírica al caso español. In Friaiz Brea, J.A. & Vila Alonso, M. (coord.). *La empresa y su entorno: best papers proceedings 2004* (pp. 391–402). Ourense : Universidade de Vigo, 2004.
- Bond, J. K. (2009). Cooperative financial performance and board of director characteristics: A quantitative investigation. *Journal of Cooperatives*, 22, 22–44.
- Bonin, J. P., Jones, D. C. & Putterman, L. (1993). Theoretical and empirical studies of producer cooperatives: will ever the twain meet? *Journal of Economic Literature*, 31(3), 1290–1320. <http://www.jstor.org/stable/2728242>
- Böök, S. A. (1990). Cooperativas, valores fundamentales y principios cooperativos. *Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 9, 15–30.
- Boone, C. & Özcan, S. (2014). Why do cooperatives emerge in a world dominated by corporations? The diffusion of cooperatives in the u.s. bio-ethanol industry, 1978-2013. *The Academy of Management Journal*, 57(4), 990–1012. <http://www.jstor.org/stable/43589293>
- Boot, A. (2000). Relationship banking: What do we know? *Journal of Financial Intermediation*, 9(1), 7–25. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jfinin:v:9:y:2000:i:1:p:7-25>

- Booth, L., Aivazian, V. & Demircuc-kunt, A. (2001a). American finance association capital structures in developing countries. *The Journal of Finance*, 56(1), 87–130. <https://doi.org/10.1002/hup.1190>
- Booth, L., Aivazian, V. & Demircuc-kunt, A. (2001b). Capital structures in developing countries. *The Journal of Finance*, 56(1), 87–130. <https://doi.org/10.1002/hup.1190>
- Borjabad Gonzalo, P. (1995). La estructura financiera de la empresa cuyo titular es una sociedad cooperativa general y régimen jurídico de las principales masas patrimoniales que la integran. *Anuario de La Fundación Ciudad de Lleida*, 6, 45–79.
- Bougheas, S., Mizen, P. & Yalcin, C. (2006). Access to external finance: Theory and evidence on the impact of monetary policy and firm-specific characteristics. *Journal of Banking & Finance*, 30(1), 199–227. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jbfin:v:30:y:2006:i:1:p:199-227>
- Bowen, R. M., Daley, L. A. & Huber, C. C. (1982). Evidence on the existence and determinants of inter-industry differences in leverage. *Financial Management*, 11(4), 10–20. <https://doi.org/10.2307/3665227>
- Bowles, S. & Gintis, H. (1990). Contested exchange: new microfoundations for the political economy of capitalism. *Politics & Society*, 18(2), 165–222. <https://doi.org/10.1177/003232929001800202>
- Bowles, S. & Gintis, H. (1993). The revenge of Homo Economicus: Contested exchange and the revival of political economy. *The Journal of Economic Perspectives*, 7(1), 83–102. <http://www.jstor.org/stable/2138321>
- Bowles, S. & Gintis, H. (1996). Efficient redistribution: New rules for markets, states, and communities. *Politics & Society*, 24(4), 307–342. <https://doi.org/10.1177/0032329296024004003>
- Bradley, M., Jarrell, G. A. & Kim, E. H. (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *Journal of Finance*, 39(3), 857–878. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:bla:jfinan:v:39:y:1984:i:3:p:857-78>
- Brailsford, T., Oliver, B. R. & Pua, L. H. S. (1999). Theory and evidence on the relationship between ownership structure and capital structure (September 16, 1999). In SSRN <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.181888>
- Brealey, R. & Myers, S. C. (2003). *Principios de finanzas corporativas*. McGraw Hill.
- Brennan, M. & Schwartz, E. S. (1984). Optimal financial policy and firm valuation. *Journal of Finance*, 39(3), 593–607. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:bla:jfinan:v:39:y:1984:i:3:p:593-607>
- Bretos Fernández, I., Errasti Amozarrain, A. & Marcuello Servós, C. (2019). Is there life after degeneration? The organizational life cycle of cooperatives under a ‘grow-or-die’ dichotomy. *Annals of Public and Cooperative Economics*, 91(3), 1–26. <https://doi.org/10.1111/apce.12258>
- Brick, I. E. & Ravid, S. A. (1985). On the relevance of debt maturity structure. *The Journal of Finance*, 40(5), 1423–1437. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02392.x>

- Buferna, F. (2005). *Determinants of capital structure. Evidence from Libya*. [Tesis doctoral] University of Liverpool. Liverpool.
- Burdín, G. (2014). Are worker-managed firms more likely to fail than conventional enterprises? Evidence from Uruguay. *ILR Review*, 67(1), 202–238. <http://www.jstor.org/stable/24369597>
- Burdín, G. & Dean, A. (2009). New evidence on wages and employment in worker cooperatives compared with capitalist firms. *Journal of Comparative Economics*, 37(4), 517–533. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jce.2009.08.001>
- Burdín, G. & Dean, A. (2012). Revisiting the objectives of worker-managed firms: An empirical assessment. *Economic Systems*, 36(1), 158–171. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEC:eee:ecosys:v:36:y:2012:i:1:p:158-171>
- Cabaleiro Casal, M. J. & Iglesias Malvido, C. (2016). Información financiera en las sociedades. *REVESCO: Revista de Estudios Cooperativos*, 122, 34–58. <https://doi.org/10.5209/REVE.52985>
- Cabaleiro Casal, M. J., Iglesias Malvido, C. & Martínez Fontañá, R. (2019). Co-op open membership : economic and financial effects. *Annals of Public and Cooperative Economics*, 90(4), 669–686. <https://doi.org/10.1111/apce.12256>
- Calderón Milán, B. & Calderón Milán, M. J. (2012). Cómo afrontan la crisis las cooperativas en España: comparativa de trayectorias laborales a partir de la Muestra Continua de Vidas Laborales. *CIRIEC - España. Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 76, 5–26.
- Calvo-Flores Segura, A., García Pérez de Lema, D. & Arques Pérez, A. (2000). Posición del riesgo financiero en la industria española. In V.García Martín & D. García Pérez de Lema (coord.). *Decisiones financieras y fracaso empresarial* (pp. 161–194). Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas.
- Campos Climent, V. & Carreras Roig, L. (2012). Situación económica y financiera de las cooperativas hortofrutícolas catalanas. Estudio empírico aplicado a la provincia de Tarragona. *CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 74, 149–176.
- Campos Méndez, J. (2000). Responsabilidad limitada, estructura financiera y comportamiento de las empresas españolas. *Investigaciones Económicas*, 24(3), 585–610.
- Cancelo Alonso, A. (1999). Mondragón Corporación Cooperativa “Historia de una Experiencia.” *Revista Internacional de Los Estudios Vascos = Nazioarteko Eusko Ikaskuntzen Aldizkaria = Revue Internationale Des Etudes Basques*, 44, 323–357.
- Cantarero Sanz, S., González-Loureiro, M. & Puig Blanco, F. (2013). El efecto “economía social” en la supervivencia empresarial. *CIRIEC - España*, 78, 175–200.
- Cardone Riportella, C. & Casasola Martínez, M. J. (2003). What do we know about the financial behaviour of the spanish sme?: An empirical analysis. Working Paper. *Business Economics 2003-08*. Universidad Carlos III de Madrid. E-Archivo. URI: <http://hdl.handle.net/10016/79>
- Cardone Riportella, C. & Cazorla Papis, L. (2001). New approaches to the analysis of the capital structure of SME's: empirical evidence from Spanish firms. Working Paper. *Business Economics 2003-08*, Universidad Carlos III de Madrid. E-Archivo. URI: <http://hdl.handle.net/10016/54>

- Casasola Martínez, M. J. (2003). *Efecto de la política de inversión bancaria en la estructura de capital de las empresas españolas*. [Tesis doctoral]. Universidad Carlos III, Madrid.
- Castellacci, F. (2008). Technology clubs, technology gaps and growth trajectories. *Structural Change and Economic Dynamics*, 19(4), 301–314. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.strueco.2008.07.002>
- Castro, P., Tascón, M. T. & Amor-Tapia, B. (2016). The role of life cycle on the firm's capital structure. *Pecunia: Revista de La Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de León*, 19(19), 131. <https://doi.org/10.18002/pec.v0i19.3585>
- Celaya Ulíbarri, A. (1992). *Capital y sociedad cooperativa*. Tecnos.
- Celaya Ulíbarri, A. (1995). *Acceso de las cooperativas al mercado de capitales*. Instituto Nacional de Fomento de la Economía Social.
- CESGAR. (2021). *La financiación de la pyme en España*. Cesgar. Sociedad de garantía recíproca. <http://www.cesgar.es/wp-content/uploads/2021/10/X-Informe-financiacion-de-la-pyme.-Resultados-2021.pdf>
- Chaddad, F. R., Cook, M. L. & Heckelev, T. (2005). Testing for the presence of financial constraints in US agricultural cooperatives: An investment behaviour approach. *Journal of Agricultural Economics*, 56(3), 385–397. <https://doi.org/10.1111/j.1477-9552.2005.00027.x>
- Chang, T., Lee, K. C., Yu, Y. M. & Lee, C. H. (2009). Does capital structure affect operating performances of credit cooperatives in Taiwan-application of panel threshold method. *International Research Journal of Finance and Economics*, 32(October), 18–30.
- Charterina Abando, J., Albizu Gallastegi, E. & Landeta Rodríguez, J. (2017). The quality of management in Basque companies: differences existing non-cooperative companies. *Advances in the Economic Analysis of Participatory & Labor-Managed Firms. Cooperative Firms in Global Markets*, 10(06), 109–150. [https://doi.org/10.1016/S0885-3339\(06\)10005-8](https://doi.org/10.1016/S0885-3339(06)10005-8)
- Chen, J. J. (2004). Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business Research*, 57(12), 1341–1351. [https://doi.org/10.1016/S0148-2963\(03\)00070-5](https://doi.org/10.1016/S0148-2963(03)00070-5)
- Chen, L. J. & Chen, S. Y. (2011). How the pecking order theory explain capital structure. *Journal of International Management Studies*, 6(2), 1–9.
- Chevalier, J. (1995). Capital structure and product-market competition: Empirical evidence from the supermarket industry. *American Economic Review*, 85(3), 415–435. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:aea:aecrev:v:85:y:1995:i:3:p:415-35>
- Childs, P. D., Mauer, D. C. & Ott, S. H. (2005). Interactions of corporate financing and investment decisions: The effects of agency conflicts. *Journal of Financial Economics*, 76(3), 667–690. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jfinec:v:76:y:2005:i:3:p:667-690>
- Chirinko, B. & Singha, A. R. (2000). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure: a critical comment. *Journal of Financial Economics*, 58(3), 417–425. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jfinec:v:58:y:2000:i:3:p:417-425>
- Chittenden, F., Hall, G. & 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. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:kap:sbusec:v:8:y:1996:i:1:p:59-67>

- Chung, K. H. (1993). Asset characteristics and corporate debt policy: An empirical test. *Journal of Business Finance & Accounting*, 20(1), 83–98. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.1993.tb00251.x>
- Claver Cortés, E., Llopis Taverner, J. & Molina Azorín, J. F. (2002). Recursos de la empresa y pertenencia a un sector industrial: un estudio empírico de su influencia sobre la rentabilidad empresarial. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de La Empresa*, 8(1), 39–52.
- Clemente Almendros, J. A. (2016). *Essays on capital structure: International evidence*. [Tesis doctoral] Universidad Cardenal Herrera - CEU. Valencia.
- Clemente López, J., Díaz Fonca, M., Marcuello Servós, C. & Sanso Navarro, M. (2012). The wage gap between cooperative and capitalist firms: Evidence from Spain. *Annals of Public and Cooperative Economics*, 83(3), 337–356. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:bla:annpce:v:83:y:2012:i:3:p:337-356>
- Correa Domènech, M., García Blandón, J. & Úbeda Sales, R. (2009). Análisis de la producción científica en Economía Financiera: 1995-2006. *Revista Española de Documentación Científica*, 32(2), 83–104.
- Costa, E. & Carini, C. (2016). Northern and southern Italian social cooperatives during the economic crisis: a multiple factor analysis. *Service Business*, 10(2), 369–392. <https://doi.org/10.1007/s11628-015-0274-1>
- Costas Comesaña, J. (2005). Notas sobre a regulación estatal e autonómica das cooperativas de traballo asociado. *Cooperativismo e Economía Social*, 28, 35–82.
- Craig, B. & Pencavel, J. (1993). The objectives of worker cooperatives. *Journal of Comparative Economics*, 17(2), 288–308. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jcecon:v:17:y:1993:i:2:p:288-308>
- Crutchley, C. E. & Hansen, R. S. (1989). A test of the Agency Theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends. *Financial Management*, 18(4), 36–46. <https://doi.org/10.2307/3665795>
- Cubedo Tortonda, M. & Cerdá Abad, F. (1997). *Contabilidad de cooperativas: aplicación del P.G.C. a las cooperativas de trabajo asociado*. CIRIEC-España.
- Cubedo Tortonda, M. (2003). La contabilidad de las cooperativas al día. *CIRIEC - España. Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 45, 9–32.
- Cuñat, V. (1999). Determinantes del plazo de endeudamiento de las empresas españolas. *Investigaciones económicas*, XXIII(3), 351–392.
- D'Amato, A. (2020). Capital structure, debt maturity, and financial crisis: empirical evidence from SMEs. *Small Business Economics*, 55(4), 919–941. <https://doi.org/10.1007/s11187-019-00165-6>
- Daily, C. M. & Dollinger, M. J. (1992). An empirical examination of ownership structure in family and professionally managed firms. *Family Business Review*, 5(2), 117–136. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1992.00117.x>
- Dasgupta, S. & Titman, S. (1998). Pricing strategy and financial policy. *The Review of Financial Studies*, 11(4), 705–737. <https://doi.org/10.1093/rfs/11.4.705>

- De Bondt, W. F. M. (1998). A portrait of the individual investor. *European Economic Review*, 42(3–5), 831–844. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:eecrev:v:42:y:1998:i:3-5:p:831-844>
- De Miguel Hidalgo, A. (1990). *Las decisiones de inversión financiación y dividendos en la empresa*. Secretario de Publicaciones, Universidad de Valladolid.
- De Miguel, A. & Pindado, J. (2001). Determinants of capital structure: new evidence from Spanish panel data. *Journal of Corporate Finance*, 7(1), 77–99. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:corfin:v:7:y:2001:i:1:p:77-99>
- De Miguel, A. & Pindado, J. (2007). Determinants of capital structure: Evidence from PakMoistani panel data. *International Review of Business Research Papers*, 3(4), 265–282. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(00\)00020-1](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(00)00020-1)
- De Angelo, H. & Masulis, R. W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3–29. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(80\)90019-7](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(80)90019-7)
- Debnath, P. (2015). Firm characteristics and capital structure: Evidence from BSE listed non-banking financial companies in India. *Management Convergence*, 6(2), 37–44.
- Degryse, H., Goeij, P. & Kappert, P. (2012). The impact of firm and industry characteristics on small firms' capital structure. *Small Business Economics*, 38(4), 431–447. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:kap:sbusec:v:38:y:2012:i:4:p:431-447>
- Del Arco, J. L. (1974). Financiación de la empresa cooperativa. *Estudios Cooperativos*, 33, 31–58.
- Delicado Teixeira, N. M. & Melo Parreira, J. F. (2015). Determinants of capital structure of the information technology industry. *The International Journal of Management Science and Information Technology (IJMSIT)*, 0265, 115–134.
- Demirgüç-Kunt, A. & Maksimovic, V. (1996). Stock market development and financing choices of firms. *The World Bank Economic Review*, 10(2), 341–369. <https://doi.org/10.1093/wber/10.2.341>
- Diamond, D. (1989). Reputation acquisition in debt markets. *Journal of Political Economy*, 97(4), 828–862. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:ucp:jpolec:v:97:y:1989:i:4:p:828-62>
- Diamond, D. W. (1991). Debt maturity structure and liquidity risk. *The Quarterly Journal of Economics*, 106(3), 709–737. <https://doi.org/10.2307/2937924>
- Díaz Foncea, M. & Marcuello Servós, C. (2010). Impacto económico de las cooperativas. La generación de empleo en las sociedades cooperativas y su relación con el PIB. *CIRIEC - España. Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 67, 23–44.
- Díaz Rivera, E. (2018). *La estructura de capital en las empresas de la Comunidad Andina de Naciones (CAN y Españolas)*. [Tesis doctoral]. Universidad de Valencia. Valencia.
- EUSTAT (2018). *Estadística de la Economía social 2018 y avance 2019*. Euskal Estatistika Erakundea - Instituto Vasco de Estadística. Dirección de Servicios del Departamento de Trabajo y Justicia del Gobierno Vasco. https://www.eustat.eus/elementos/ele0017400/estadistica-de-la-economia-social-vasca-2018-y-avance-2019-pdf-24-mb/inf0017413_c.pdf

- Domínguez Jiménez, J. (2010). *Teorías sobre financiación corporativa: evidencia de las empresas cotizadas en el mercado bursátil español*. [Tesis doctoral]. Universidad Antonio de Nebrija, Madrid.
- Dow, G. K. (2003). *Governing the firm. Workers' control in theory and practice*. Cambridge University Press.
- Dow, G. K. (2018). The theory of the labor-managed firm: past, present and futur. *Annals of Public and Cooperative Economics*, 89(1), 65–86. <https://doi.org/10.1111/apce.12194>
- Durand, D. (1952). *Costs of debt and equity funds for business: Trends and problems of measurement*. In Conference on Research in Business (pp. 215-262). National Bureau of Economic Research. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:nbr:nberch:4790>
- Ellerman, D. (2013). Three themes about democratic enterprises: Capital structure, education, and spin-offs. *Advances in the Economic Analysis of Participatory and Labor-Managed Firms*, 14(2013), 327–353. [https://doi.org/10.1108/S0885-3339\(2013\)0000014012](https://doi.org/10.1108/S0885-3339(2013)0000014012)
- Elortza, N., Alzola Berriozabalgoitia, I. & López Odriozola, U. (2012). La gestión de la crisis en la Corporación Mondragon. *Ekonomiaz: Revista Vasca de Economía*, 79, 58–81.
- Emery, G. W. (2001). Cyclical demand and the choice of debt maturity. *The Journal of Business*, 74(4), 557–590. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:ucp:jnlbus:v:74:y:2001:i:4:p:557-90>
- Erwin, G. R. & McConnell, J. J. (1997). To live or let die? An empirical analysis of Piecemeal Voluntary Corporate liquidations. *Journal of Corporate Finance*, 3(4), 325–354.
- Estrin, S. & Jones, D. C. (1992). The viability of employee-owned firms: Evidence from France. *Industrial and Labor Relations Review*, 45(2), 323–338. <https://doi.org/10.2307/2524838>
- European Central Bank. (2021). *Survey on the access to finance of enterprises in the euro area*. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/accesstofinancesmallmediumsizedenterprises201512.en.pdf?2c146594df6fe424c7adb001e1306c73>
- Fajardo García, G. (2016a). Concepto, causa y efecto de la cooperativa de trabajo asociado. En M. J. Senent Vidal (coord.), G. Fajardo García (coord.). *Cooperativa de trabajo asociado y estatuto jurídico de sus socios trabajadores* (pp. 183–210). Tirant lo Blanch.
- Fajardo García, G. (2016b). Naturaleza jurídica de la realización entre la cooperativa de trabajo asociado y el socio-trabajador: consecuencias. En M. J. Senent Vidal (coord.), G. Fajardo García (coord.). *Cooperativa de trabajo asociado y estatuto jurídico de sus socios trabajadores* (pp. 229-264). Tirant lo Blanch.
- Fajardo, I. G. (1997). *La gestión económica de la cooperativa: responsabilidad de los socios*. Serie Práctica jurídica.Tecnos.
- Fakhfakh, F., Perotin, V. & Gago, M. (2012). Productivity, capital, and labor in labor-managed and conventional firms: An investigation on French data. *Industrial and Labor Relations Review*, 65(4), 847–879. <https://doi.org/10.1177/001979391206500404>
- Fama, E. F. (1978). The effects of a firm's investment and financing decisions on the welfare of its security holders. *The American Economic Review*, 68(3), 272–284. <http://www.jstor.org/stable/1805260>

- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288–307. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:ucp:jpolec:v:88:y:1980:i:2:p:288-307>
- Fama, E. F. & French, K. R. (1998). Taxes, financing decisions, and firm value. *The Journal of Finance*, 53(3), 819–843. <http://www.jstor.org/stable/117379>
- Fama, E. F. & French, K. R. (2000). forecasting profitability and earnings. *The Journal of Business*, 73(2), 161–175. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:ucp:jnlbus:v:73:y:2000:i:2:p:161-75>
- Fama, E. F. & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1), 1–33. <http://www.jstor.org/stable/2696797>
- Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1985). Organizational forms and investment decisions. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 101–119. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(85\)90045-5](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(85)90045-5)
- Fattouh, B., Harris, L. & Scaramozzino, P. (2008). Non-linearity in the determinants of capital structure: Evidence from UK firms. *Empirical Economics*, 34(3), 417–438. <https://doi.org/10.1007/s00181-007-0128-3>
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., Petersen, B. C., Blinder, A. S. & Poterba, J. M. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988(1), 141–206. <https://doi.org/10.2307/2534426>
- Fazzini, M. & Russo, A. (2014). Profitability in the Italian wine sector: An empirical analysis of cooperatives and investor-owned firms. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 4(3), 130–137. <https://doi.org/10.6007/ijarafms/v4-i3/1059>
- Fernández Guadaño, J. (2002). La nueva estructura financiera de acuerdo con la Ley 27/1999 de Cooperativas. *REVESCO: Revista de Estudios Cooperativos*, 77, 7–29.
- Fernández Guadaño, J. & Bel Durán, P. (2002). La financiación propia y ajena de las sociedades cooperativas. *CIRIEC - España. Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 42, 101–130.
- Ferri, M. G. & Jones, W. H. (1979). Determinants of financial structure: A new methodological approach. *Journal of Finance*, 34(3), 631–644. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:bla:jfinan:v:34:y:1979:i:3:p:631-44>
- Fischer, E. O., Heinkel, R. & Zechner, J. (1989). Dynamic capital structure choice: Theory and tests. *The Journal of Finance*, 44(1), 19–40. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1989.tb02402.x>
- Flannery, M. J. (1986). Asymmetric information and risky debt maturity choice. *The Journal of Finance*, 41(1), 19–37. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1986.tb04489.x>
- Franco, G., López Martínez, L. & Muñoz, G. (2010). Determinantes de la estructura de capital de las grandes empresas manufactureras en Uruguay. *Quantum: Revista de Administración, Contabilidad y Economía*, 5(1), 4–25.

- Frank, M. & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217–248. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jfinec:v:67:y:2003:i:2:p:217-248>
- Frank, M. Z. & Goyal, V. K. (2004). The effect of market conditions on capital structure adjustment. *Finance Research Letters*, 1(1), 47–55. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S1544-6123\(03\)00005-9](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S1544-6123(03)00005-9)
- Frank, M. Z. & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management*, 38(1), 1–37. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x>
- Friend, I. & Lang, L. H. P. (1988). An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. *The Journal of Finance*, 43(2), 271–281. <https://doi.org/10.2307/2328459>
- Furubotn, E. G. (1971). Toward a dynamic model of the Yugoslav firm. *The Canadian Journal of Economics / Revue Canadienne d'Economique*, 4(2), 182–197. <https://doi.org/10.2307/133525>
- Furubotn, E. G. (1976). The long-run analysis of the labor-managed firm: An alternative interpretation. *The American Economic Review*, 66(1), 104–123. <http://www.jstor.org/stable/1804949>
- Furubotn, E. G. & Pejovich, S. (1970). Property rights and the behavior of the firm in a socialist state: The example of Yugoslavia. *Zeitschrift Für Nationalökonomie / Journal of Economics*, 30(3/4), 431–454. <http://www.jstor.org/stable/41797326>
- Fusco, F. & Migliaccio, G. (2018). Crisis, sectoral and geographical factors: Financial dynamics of Italian cooperatives. *EuroMed Journal of Business*, 13(2), 130–148. <https://doi.org/10.1108/EMJB-02-2016-0002>
- Gadea Soler, E. (2003). La financiación de las sociedades cooperativas: un estudio desde la perspectiva de la Ley de Cooperativas del País Vasco. *Boletín de La Asociación Internacional de Derecho Cooperativo = International Association of Cooperative Law Journal*, 37, 37–54.
- Gadea Soler, E., Sacristán Bergia, F. & Vargas Vasserot, C. (2009). *Régimen jurídico de la sociedad cooperativa del siglo XXI: realidad actual y propuestas de reforma*. Dykinson.
- Galai, D. & Masulis, R. (1976). The option pricing model and the risk factor of stock. *Journal of Financial Economics*, 3(1–2), 53–81. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jfinec:v:3:y:1976:i:1-2:p:53-81>
- Galor, Z. & Sofer, M. (2019). The reserve fund: Is it a necessary anchor for a successful cooperative? *Journal of Co-Operative Organization and Management*, 7(2), 100089. <https://doi.org/10.1016/j.jcom.2019.100089>
- García-Borbolla Fernández, A., Herrera Madueño, J., Larrán Jorge, M., Sánchez Gardey, G. & Suárez Llorens, A. (2009). Análisis empírico de la influencia de la propiedad familiar sobre la orientación estratégica de las pequeñas y medianas empresas. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de La Empresa*, 15(1), 45–58.

- García-Gutiérrez Fernández, C. (1986). Estudio del régimen económico y de la contabilidad de la empresa cooperativa en relación con la Ley 3/1987, de 2 de abril, General de Cooperativas. *REVESCO: Revista de Estudios Cooperativos*, 54, 169–224.
- García-Gutiérrez Fernández, C. (1995). Las sociedades cooperativas de derecho y las de hecho con arreglo a los valores y a los principios del Congreso de la Alianza Cooperativa Internacional de Manchester en 1995: especial referencia a las sociedades de responsabilidad limitada reguladas en España. *REVESCO: Revista de Estudios Cooperativos*, 61, 53–88.
- García-Gutiérrez Fernández, C. (1999). Economía financiera de las sociedades cooperativas (y de las organizaciones de participación). En J.A. Prieto Juárez (coord.). *Sociedades cooperativas: régimen jurídico y gestión económica* (p. 477). Ibidem Ediciones
- García-Gutiérrez Fernández, C. (2000). Análisis de la solvencia y el riesgo económico-financiero de la sociedad cooperativa: el riesgo sobre la rentabilidad de los socios. *REVESCO: Revista de Estudios Cooperativos*, 72, 52–86.
- García Jiménez, M. (2016). El concepto de cooperativa de trabajo asociado. Objeto social y principales características. En M. J. Senent Vidal (coord.), G. Fajardo García (coord.). *Cooperativa de trabajo asociado y estatuto jurídico de sus socios trabajadores* (pp. 211–227). Tirant lo Blanch.
- Garvey, G. T. & Hanka, G. (1999). Capital structure and corporate control: The effect of antitakeover statutes on firm leverage. *The Journal of Finance*, 54(2), 519–546. <http://www.jstor.org/stable/2697718>
- Gaud, P., Jani, E., Hoesli, M. & Bender, A. (2005). The capital structure of Swiss companies: An empirical analysis using dynamic panel data. *European Financial Management*, 11(1), 51–69. <https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2005.00275.x>
- Genovart Balaguer, J. I. & Mauleón Méndez, E. (2017). La repercusión económico-contable de la baja del socio en la sociedad cooperativa: la incidencia de la NIC 32. *Boletín de La Asociación Internacional de Derecho Cooperativo = Journal International Association of Cooperative Law*, 51, 99–134.
- Gentzoglani, A. (2007). Regulation, governance and capital structure in cooperatives. In K. Karantininis & J. Nilsson (coord.). *Vertical Markets and Cooperative Hierarchies* (pp. 151–167). Springer books. https://doi.org/10.1007/1-4020-5543-0_9
- Ghosh, A. & Cai, F. (2011). Optimal capital structure vs. pecking order theory: A further test. *Journal of Business & Economics Research (JBER)*, 2(8), 61–68. <https://doi.org/10.19030/jber.v2i8.2912>
- Givoly, D., Hayn, C., Ofer, A. R. & Sarig, O. (1992). Taxes and capital structure: Evidence from firms' response to the tax reform act of 1986. *Review of Financial Studies*, 5(2), 331–355. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:oup:rfinst:v:5:y:1992:i:2:p:331-55>
- Gómez-Limón Rodríguez, J., Casquet Morate, E. & Atance Muñiz, I. (2003). Análisis económico-financiero de las cooperativas agrarias en Castilla y León de las cooperativas agrarias en Castilla y León. *CIRIEC-Espana Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 46, 151–189.

- Gómez Aparicio, P. & Miranda García, M. (2006). Sobre el régimen económico y financiero particular de las sociedades cooperativas. *REVESCO: Revista de Estudios Cooperativos*, 90, 28–56.
- Gómez Calvet, A. R., Piñol Espasa, J. A., Reig Pérez, A. & Rodrigo González, A. (2006). *Teoría de la financiación II: OPT, estructura de capital y dividendos*. Ediciones Pirámide.
- González, V. M. & González, F. (2012). Firm size and capital structure: evidence using dynamic panel data. *Applied Economics*, 44(36), 4745–4754. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:taf:applec:44:y:2012:i:36:p:4745-4754>
- Gonzalez Eguia, N. (2017). *Factores demográficos y comportamiento económico-financiero de las empresas de alto crecimiento de España*. [Tesis doctoral]. Mondragon Unibertsitatea. Enpresagintza Fakultatea. Oñati
- Gordon, M. J. (1989). Corporate finance under the MM theorems. *Financial Management*, 18(2), 19–28. <https://doi.org/10.2307/3665890>
- Goyal, V. K., Lehn, K. & Racic, S. (2002). Growth opportunities and corporate debt policy: The case of the U.S. defense industry. *Journal of Financial Economics*, 64(1).
- Graham, J. R. (1996). Debt and the marginal tax rate. *Journal of Financial Economics*, 41, 41–73. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00857-B](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00857-B)
- Graham, J. R. (2000). How big are the tax benefits of debt? *The Journal of Finance*, 55(5), 1901–1941. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00277>
- Graham, J. R. & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00044-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00044-7)
- Graham, J. R. & Leary, M. T. (2011). A review of empirical capital structure research and directions for the future. *Annual Review of Financial Economics*, 3(1), 309–345. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-102710-144821>
- Graham, J. R., Lemmon, M. L. & Schallheim, J. S. (1998). Debt, leases, taxes, and the endogeneity of corporate tax status. *The Journal of Finance*, 53(1), 131–162. <http://www.jstor.org/stable/117437>
- Green, R. & Hollifield, B. (2003). The personal-tax advantages of equity. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 175–216. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jfinec:v:67:y:2003:i:2:p:175-216>
- Grossman, S. & Hart, O. (1982). Corporate financial structure and managerial incentives. In *The Economics of Information and Uncertainty* (pp. 107-140). National Bureau of Economic Research, Inc. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:nbr:nberch:4434>
- Guedes, J. & Opler, T. (1996). The determinants of the maturity of corporate debt issues. *Journal of Finance*, 51(5), 1809–1833. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:bla:jfinan:v:51:y:1996:i:5:p:1809-33>
- Gul, F. A., Tsui, J., Su, X. & Min, R. (2002). Legal protection, enforceability and tests of the debt hypothesis: An international study. In SSRN <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.304539>

- Güner, A. (2016). The determinants of capital structure decisions: New evidence from Turkish companies. *Procedia Economics and Finance*, 38(October 2015), 84–89. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(16\)30180-0](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(16)30180-0)
- Guthmann, H. & Dougall, H. E. (1955). *Corporate financial policy*. Prentice-Hall.
- Gutiérrez Ponce, H., Morán Montalvo, C. & Posas Murillo, R. (2019). Determinantes de la estructura de capital: un estudio empírico del sector manufacturero en Ecuador. *Contaduría y Administración*, 64(2).
- Gutiérrez Urtiaga, M. & Sáez Lacave, M. I. (2014). La política de dividendos de las empresas con accionistas de control. *Revista Para El Análisis Del Derecho*, 3, 1-27.
- Gutierrez Urzúa, M. (2008). *Costes de agencia y de transacción como determinantes de las decisiones financieras: un análisis de ecuaciones estructurales*. [Tesis doctoral] Universidad Complutense, Madrid.
- Hailu, G., Jeffrey, S. R. & Goddard, E. W. (2007). Capital structure, firm size, and efficiency: The case of farm petroleum and animal feed cooperatives in Canada. *Agricultural Finance Review*, 67(2), 279-293.
- Haley, C. W. & Schall, L. (1979). *The theory of financial decision*. McGraw-Hill.
- Hall, G. C., Hutchinson, P. & Michaelas, N. (2000). Industry effects on the determinants of unquoted SMEs' capital structure. *International Journal of the Economics of Business*, 7(3), 297–312. <https://doi.org/10.1080/13571510050197203>
- Hall, G. C., Hutchinson, P. J. & Michaelas, N. (2004). Determinants of the capital structures of European SMEs. *Journal of Business Finance and Accounting*, 31(5–6), 711–728. <https://doi.org/10.1111/j.0306-686X.2004.00554.x>
- Handoo, A. & Sharma, K. (2014). A study on determinants of capital structure in India. *IIMB Management Review*, 26(3), 170–182. <https://doi.org/10.1016/j.iimb.2014.07.009>
- Hang, M., Geyer-klingeberg, J., Rathgeber, A. W. & Stöckl, S. (2018). Measurement matters — A meta-study of the determinants of corporate capital structure. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 68, 211–225. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2017.11.011>
- Hardesty, S. D. & Salgia, V. D. (2004). Comparative financial performance of agricultural cooperatives and investor-owned firms. Paper Presented At NCR-194 Research on Cooperatives Annual Meeting November 2-3, 2004 Kansas City, Missouri. <https://ageconsearch.umn.edu/record/31797/files/cp04ha09.pdf>
- Harris, M. & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *Journal of Finance*, 46(1), 297–355. <https://econpapers.repec.org/RePEc:bla:jfinan:v:46:y:1991:i:1:p:297-355>
- Harvey, C., Lins, K. & Roper, A. H. (2004). The effect of capital structure when expected agency costs are extreme. *Journal of Financial Economics*, 74(1), 3–30. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jfinec:v:74:y:2004:i:1:p:3-30>
- Haugen, R. A. & Senbet, L. W. (1986). The role of options in the resolution of agency problems: A reply. *The Journal of Finance*, 41(5), 1171–1173. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1986.tb02540.x>
- Hausman, J. A. & Taylor, W. E. (1981). Panel data and unobservable individual effects. *Econometrica*, 49(6), 1377–1398. <https://doi.org/10.2307/1911406>

- Heinkel, Robert. (1982). A theory of capital structure relevance under imperfect information. *Journal of Finance*, 37(5), 1141–1150. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:bla:jfinan:v:37:y:1982:i:5:p:1141-50>
- Heinkel, R. & Schwartz, E. S. (1986). Rights versus underwritten offerings: An asymmetric information approach. *The Journal of Finance*, 41(1), 1–18. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1986.tb04488.x>
- Helwege, J. & Liang, N. (1996). Is there a pecking order? Evidence from a panel of IPO firms. *Journal of Financial Economics*, 40(3), 429–458. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jfinec:v:40:y:1996:i:3:p:429-458>
- Henrique, M. R., Silva, S. B., Soares, W. A. & da Silva, S. R. (2018). Determinantes da estrutura de capital de empresas brasileiras: Uma análise empírica das teorias de pecking order e trade-off no período de 2005 e 2014. *Revista Ibero-Americana de Estratégia*, 17(01), 130–144. <https://doi.org/10.5585/riae.v17i1.2542>
- Hernández-Cánovas, G. & Martínez-Solano, P. (2006). Banking relationships: effects on debt terms for small Spanish firms. *Journal of Small Business Management*, 44(3), 315–333. <https://doi.org/10.1111/j.1540-627X.2006.00174.x>
- Hernández Carmen, G. & Ríos Bolívar, H. (2012). Determinantes de la estructura financiera en la industria manufacturera: la industria de alimentos. *Análisis Económico*, XXVII(65), 101–121.
- Hernández Nicolás, M. C., Martín Ugedo, J. F. & Minguéz Vera, A. (2016). La influencia del género en la dirección de las sociedades cooperativas españolas sobre la rentabilidad y el endeudamiento: un análisis empírico. *REVESCO: Revista de Estudios Cooperativos*, 135–164. https://doi.org/10.5209/rev_REVE.2016.v122.52021
- Hernández Salazar, G., Olaya Pardo, A. M. & Torres Guevara, L. E. (2020). Heterogeneidad de los asociados y estructura de capital de las cooperativas no financieras en Colombia. *REVESCO: Revista de Estudios Cooperativos*, 135, 1–15. <https://doi.org/10.5209/reve.69178>
- Hernández Sampieri, R., Fernández Collado, C. & Baptista Lucio, P. (2014). *Metodología de la investigación*. 6º Ed. McGraw-Hill.
- Holmes, S. & Kent, P. (1991). An empirical analysis of the financial structure of small and large Australian manufacturing enterprises. *Journal of Entrepreneurial Finance*, 1(2), 141–154. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:pep:journl:v:1:y:1991:i:2:p:141-154>
- Homaifar, G., Zietz, J. & Benkato, O. (1994). An empirical model of capital structure: Some new evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 21(1), 1–14. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.1994.tb00302.x>
- Hovakimian, A., Hovakimian, G. & Tehranian, H. (2004). Determinants of target capital structure: The case of dual debt and equity issues. *Journal of Financial Economics*, 71(3), 517–540. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jfinec:v:71:y:2004:i:3:p:517-540>
- Hovakimian, A., Opler, T. & Titman, S. (2001). The debt-equity choice. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(1), 1–24. <https://doi.org/10.2307/2676195>

- Huang, G. & Song, F. M. (2006). The determinants of capital structure: Evidence from China. *China Economic Review*, 17(1), 14–36. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:chieco:v:17:y:2006:i:1:p:14-36>
- Ispizua, A. (2009). ¿Castiga el consejo rector los malos resultados económicos? *CIRIEC-España Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 64, 135–149.
- Jalilvand, A. & Harris, R. S. (1984). Corporate behavior in adjusting to capital structure and dividend targets: An econometric study. *Journal of Finance*, 39(1), 127–145. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:bla:jfinan:v:39:y:1984:i:1:p:127-45>
- Jensen, G. R., Solberg, D. P. & Zorn, T. S. (1992). Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(2), 247–263. <https://doi.org/10.2307/2331370>
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323–329. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:aea:aecrev:v:76:y:1986:i:2:p:323-29>
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1979). Rights and production functions: An application to labor-managed firms and codetermination. *The Journal of Business*, 52(4), 469–506. <http://www.jstor.org/stable/2352442>
- Jiménez Naharro, F. & Palacín-Sánchez, M. J. (2007). Determinantes de la estructura financiera de la empresa. *Revista Europea de Dirección y Economía de La Empresa*, 16(4), 9–24.
- Johnson, S. (1997). An empirical analysis of the determinants of corporate debt ownership structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32(1), 47–69. In RePEc https://econpapers.repec.org/RePEc:cup:jfinqa:v:32:y:1997:i:01:p:47-69_00
- Jones, D. C. (2007). The productive efficiency of Italian producer cooperatives: Evidence from conventional and cooperative firms. *Advances in the Economic Analysis of Participatory and Labor-Managed Firms*, 10, 3–28. [https://doi.org/10.1016/S0885-3339\(06\)10001-0](https://doi.org/10.1016/S0885-3339(06)10001-0)
- Jones, D. C., Jussila, I. & Kalmi, P. (2016). The determinants of membership in cooperative banks: Common bond versus private gain. *Annals of Public and Cooperative Economics*, 87(3), 411–432. <https://doi.org/10.1111/apce.12135>
- Jordá García, R. (2007). La Ley 16/2007, de 4 de julio, de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa de la Unión Europea. *Anales de Derecho*, 25, 453–472.
- Jordan, J., Lowe, J. & Taylor, P. (1998). Strategy and financial policy in UK small firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(1-2), 1–27. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/1468-5957.00176>
- Joshi, S. & Smith, S. C. (2008). Endogenous formation of coops and cooperative leagues. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 68(1), 217–233. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2008.04.001>

- Jovanovic, B. (2015). Determinants of corporate capital structure: Evidence from Macedonian panel data. In *Economic Analysis*. National Bank of the Republic of Macedonia. Skopje. Econstor. <http://hdl.handle.net/10419/173732>
- Juliá Igual, J. & Pedro Gallego Sevilla, L. (2000). Principios cooperativos y legislación de la sociedad cooperativa española: el camino hacia el fortalecimiento de su carácter empresarial. *REVESCO: Revista de Estudios Cooperativos*, 70, 125-146.
- Jun, S. G. & Jen, F. C. (2003). Trade-off model of debt maturity structure. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 20(1), 5–34. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:kap:rqnac:v:20:y:2003:i:1:p:5-34>
- Jung, K., Kim, Y. C. & Stulz, R. (1996). Timing, investment opportunities, managerial discretion, and the security issue decision. *Journal of Financial Economics*, 42(2), 159–185. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jfinec:v:42:y:1996:i:2:p:159-185>
- Kakilli Acaravci, S. (2015). The determinants of capital structure: Evidence from the Turkish manufacturing sector. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5(1), 158–171.
- Kalogeras, N., Pennings, J., Kuikman, J. & Doumpos, M. (2011). Is the ownership structure model a decisive determinant of co-operatives' financial success? A Financial Assessment. *Agricultural & Applied Economics Association, 2011AAEA & NAREA Joint Annual Meeting*, 1, 19. <http://ageconsearch.umn.edu/bitstream/103774/1/SelectedPaper13674.pdf>
- Kaplan de Drimer, Alicia & Drimer, B. (1981). *Las cooperativas : fundamentos, historia, doctrina*. 3º Ed. Intercoop.
- Kayo, E. K. & Kimura, H. (2011). Hierarchical determinants of capital structure. *Journal of Banking & Finance*, 35(2), 358–371. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jbfina:v:35:y:2011:i:2:p:358-371>
- Kebede, D. (2011). *The determinants of capital structure in Ethiopian small scale manufacturing co-operatives Daniel Kebede*. [Trabajo Fin de Master]. Addis Ababa University.
- Kester, W. C. (1986). Capital and ownership structure: A comparison of United States and Japanese manufacturing corporations. *Financial Management*, 15(1), 5–16. <https://doi.org/10.2307/3665273>
- Kim, E. H. (1978). A mean-variance theory of optimal capital structure and corporate debt capacity. *The Journal of Finance*, 33(1), 45–63. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1978.tb03388.x>
- Kim, E. H. (1982). Miller's equilibrium, shareholder leverage clienteles, and optimal capital structure. *Journal of Finance*, 37(2), 301–319. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:bla:jfinan:v:37:y:1982:i:2:p:301-19>
- Kim, M. & Maksimovic, V. (1990). Debt and input misallocation. *Journal of Finance*, 45(3), 795–816. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:bla:jfinan:v:45:y:1990:i:3:p:795-816>
- Kim, W. S. & Sorensen, E. H. (1986). Evidence on the impact of the agency costs of debt on corporate debt policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21(2), 131–144. In RePEc https://econpapers.repec.org/RePEc:cup:jfinqa:v:21:y:1986:i:02:p:131-144_01
- Klein, L. S., O'Brien, T. J. & Peters, S. R. (2002). Debt vs. equity and asymmetric information: A review. *Financial Review*, 37(3), 317–349. <https://doi.org/10.1111/1540-6288.00017>

- Koralun-Bereznicka, J. (2018). Firm size and debt maturity as indirect determinants of capital structure: Evidence from European panel data. *Applied Economics Letters*, 25(18), 1319–1322.
- Kouki, M. & Said, H. Ben. (2012). Capital structure determinants: New evidence from French panel data. *International Journal of Business and Management*, 7(1). <https://doi.org/10.5539/ijbm.v7n1p214>
- Krasker, W. S. (1986). Stock price movements in response to stock issues under asymmetric information. *Journal of Finance*, 41(1), 93–105. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:bla:jfinan:v:41:y:1986:i:1:p:93-105>
- Kraus, A. & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *Journal of Finance*, 28(4), 911–922. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:bla:jfinan:v:28:y:1973:i:4:p:911-22>
- Kremp, E., Stöss, E. & Gerdesmeier, D. (1999). Estimation of a debt function: Evidence from French and German firm panel data. In A. Sauvé & M. Scheuer (coord.). *Corporate Finance in Germany and France: A Joint Research Project of the Deutsche Bundesbank and the Banque de France* (pp. 139–199).
- Kuč, V. & Kaličanin, Đ. (2020). Determinants of the capital structure of large companies: Evidence from Serbia determinants of the capital structure of large companies: *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 0(0), 1–18. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2020.1801484>
- Kumar Panda, A. & Nanda, S. (2020). Determinants of capital structure; a sector-level analysis for Indian manufacturing firms. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 69(5), 1033–1060. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-12-2018-0451>
- Kumar, S., Colombage, S. & Rao, P. (2017). Research on capital structure determinants: A review and future directions. *International Journal of Managerial Finance*, 13(2), 106–132. <https://doi.org/10.1108/IJMF-09-2014-0135>
- La Porta, R., López de Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. In SSRN <https://doi.org/10.2139/ssrn.183908>
- La Rocca, M., La Rocca, T. & Cariola, A. (2011). Capital structure decisions during a firm's life cycle. *Small Business Economics*, 37(1), 107–130. <https://doi.org/10.1007/s11187-009-9229-z>
- Labra, R. & Torrecillas, C. (2014). Guía cero para datos de Panel. In UAM - Accenture. UAM-Accenture Working Papers 2014/16. https://www.catedrauam-innova.com/documents/Working%20papers/WP2014_16_Guia%20CERO%20para%20datos%20de%20panel_Un%20enfoco%20practico.pdf
- Lájara-Camilleri, N. & Mateos-Ronco, A. (2012). Estructura financiera y logro empresarial en cooperativas agrarias: Una aproximación empírica. *Economía Agraria y Recursos Naturales*, 12(2), 77–101. <https://doi.org/10.7201/earn.2012.02.04>
- Landeta, J., Basterretxea, I. & Albizu, E. (2016). Resilience of cooperatives in times of crisis: Are Mondragon's strategies in coping with crisis still a competitive advantage? In J. Agirreazkuenaga & X. Irujo (coord.). *The Basque Fiscal System Contrasted to Nevada and Catalonia in the Time of Major Crises* (Conference Papers Series, Nº 11 pp. 25-37). Center for Basque Studies Press - University of Nevada.

- Lang, L., Ofek, E. & Stulz, R. (1996). Leverage, investment, and firm growth. *Journal of Financial Economics*, 40(1), 3–29. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00842-3](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00842-3)
- Larrañaga Zabala, J. (1985). *Análisis de la legislación vasca sobre cooperativas*. Caja Laboral Popular. Oinarri.
- Larriba Díaz-Zorita, A. (2005). Los procesos concursales: sus procedimientos y su contabilidad. *Partida Doble*, 165, 78–101.
- Leary, M. T. & Roberts, M. R. (2005). Do firms rebalance their capital structures? *The Journal of Finance*, 60(6), 2575–2619. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00811.x>
- Leary, M. T. & Roberts, M. R. (2010). The pecking order, debt capacity, and information asymmetry. *Journal of Financial Economics*, 95(3), 332–355. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jfinec:v:95:y:2010:i:3:p:332-355>
- Lejarriaga Pérez de las Vacas, G. (2002). Participación financiera de los trabajadores y creación de valor: una propuesta operativa de comportamiento con relación a los objetivos empresariales. *CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 40, 73–98.
- Leland, H. (1998). Agency costs, risk management, and capital structure. *Journal of Finance*, 53, 1213–1243. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00051>
- Leland, H. & Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *Journal of Finance*, 32(2), 371–387. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:bla:jfinan:v:32:y:1977:i:2:p:371-87>
- Leland, H. & Toft, K. (1996). Optimal capital structure, endogenous bankruptcy, and the term structure of credit spreads. *Journal of Finance*, 51, 987–1019. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1996.tb02714.x>
- Levy, A. & Hennessy, C. (2007). Why does capital structure choice vary with macroeconomic conditions? *Journal of Monetary Economics*, 54(6), 1545–1564. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2006.04.005>
- Li, H. & Stathis, P. (2017). Determinants of capital structure in Australia: An analysis of important factors. *Managerial Finance*, 43(8), 881–897. <https://doi.org/10.1108/MF-02-2017-0030>
- Li, L. & Islam, S. Z. (2019). Firm and industry specific determinants of capital structure: Evidence from the Australian market. *International Review of Economics & Finance*, 59, 425–437. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.iref.2018.10.007>
- Lim, S. C., Macias, A. J. & Moeller, T. (2020). Intangible assets and capital structure. *Journal of Banking and Finance*, 118. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2020.105873>
- Llobregat Hurtado, M. L. (1990). *Mutualidad y empresas cooperativas*. Librería Bosch.
- Llobregat Hurtado, M. L. (1999). Régimen económico de las sociedades cooperativas en el marco de la nueva Ley General de Cooperativas de 16 de julio de 1999 (BOE de 17 de julio) /. *Revista de Derecho de Sociedades*, 13, 190–228.
- Long, M. S. & Malitz, I. B. (1985). Investment patterns and financial leverage. In *Corporate Capital Structures in the United States* (pp. 325-352). National Bureau of Economic In RePEc Research. <https://econpapers.repec.org/RePEc:nbr:nberch:11425>

- López Gracia, J. & Aybar Arias, C. (2000). An empirical approach to the financial behaviour of small and medium sized companies. *Small Business Economics*, 14(1), 55–63. <https://doi.org/10.1023/A:1008139518709>
- López Gracia, J., Casino Martínez, A. & Aybar Arias, C. (2004). Efectos financieros y estratégicos sobre la estructura de capital de la pequeña y median empresa. *Moneda y Crédito*, 219, 71–100.
- López Gracia, J. & Sogorb Mira, F. (2008). Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs. *Small Business Economics*, 31(2), 117–136. <https://doi.org/10.1007/s11187-007-9088-4>
- López Pascual, J. (2014). Evolución y análisis de la financiación de la pyme en España. *Información Comercial Española, ICE: Revista de Economía*, 879, 113–122.
- Lourenço, A. J. D. S. M. & Oliveira, E. C. (2017). Determinantes del endeudamiento: Evidencia empírica sobre las empresas del distrito de Santarém en Portugal. *Contaduría y Administración*, 62(2), 625–643. <https://doi.org/10.1016/j.cya.2016.06.010>
- MacKie-Mason, J. K. (1990a). Do firms care who provides their financing? In Glenn Hubbard, R. (coord.). *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment* (63-104). <http://www.nber.org/chapters/c11468.pdf>
- Mackie-Mason, J. K. (1990b). Do taxes affect corporate financing decisions? *The Journal of Finance*, 45(5), 1471–1493. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb03724.x>
- Maglio, R., Agliata, F. & Tuccillo, D. (2017). Trend of IASB project on the distinction between equity and liabilities: The case for cooperatives and continental European firms. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 5(1), 9–17. <https://doi.org/10.13189/ujaf.2017.050102>
- Maietta & Sena. (2008). Shadow price of capital and the Furubotn– Pejovich effect: Some empirical evidence for Italian wine cooperatives. *Applied Stochastic Models in Business and Industry*, 24, 495–505.
- Maldonado Gutiérrez, D. (2013). *La estructura financiera de las pymes catalanas: la dinámica en un contexto de recesión*. [Tesis doctoral]. Universitat de Girona, Girona.
- Mao, C. X. (2003). Interaction of debt agency problems and optimal capital structure: Theory and evidence. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(2), 399–423. <https://doi.org/10.2307/4126757>
- Mari Vidal, S. (2006). Efectos de la aplicación de la CNIIF 2 en las cooperativas, un estudio empírico en dos cooperativas citrícolas de la Comunidad Valenciana a través de análisis económico-financiero. *REVESCO: Revista de Estudios Cooperativos*, 89, 84–107.
- Marsh, P. (1982). The choice between equity and debt: An empirical study. *The Journal of Finance*, 37(1), 121–144. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1982.tb01099.x>
- Marshall, C. & Rossman, G. (2011). *Designing qualitative research*. 5º ed. Sage Publications.
- Martín Castro, M. P. (2013). Los fondos sociales. En T. Vázquez Ruano (coord.), J. I. Peinado Gracia (dir.). *Tratado de derecho de cooperativas* (Vol. 1, pp. 643–653). Tirant lo Blanch.

- Martín López, S., García-Gutiérrez Fernández, C. & Lejarriaga Pérez de las Vacas, G. (2010). Las dificultades de financiación de las empresas de participación ante la crisis económica: la creación de una entidad financiera de crédito como alternativa. *REVESCO: Revista de Estudios Cooperativos*, 100, 11–42.
- Martín Reyes, M. A. & Olmedo Peralta, E. (2013). El capital social: concepto y funciones. En T. Vázquez Ruano (coord.), J. I. Peinado Gracia (dir.). *Tratado de derecho de cooperativas* (Vol. 1, pp. 535–550). Tirant lo Blanch.
- Martín Ugedo, J. F. (1999). *Estructura financiera: el efecto de las ampliaciones de capital en la rentabilidad del accionista*. [Tesis doctoral]. Universidad de Murcia, Murcia.
- Martínez Sola, C., García Teruel, P. J. & Martínez Solano, P. (2017). SMEs access to finance and the value of supplier financing. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 46(4), 455–483.
- Martínez Solano, P. & García Teruel, P. J. (2006). Trade-off rentabilidad-riesgo en la decisión de endeudamiento a corto plazo. *Revista Europea de Dirección y Economía de La Empresa*, 15(4), 159–174.
- Martínez Solano, P. & Hernández Cánovas, G. (2006). Efecto de las relaciones bancarias sobre la deuda de las pymes. *Revista Europea de Dirección y Economía de La Empresa*, 15(3), 9–26.
- Martínez Victoria, M. (2017). *Understanding Spanish agri-food cooperatives: empirical analysis from economic, financial and inter-organizational perspective*. [Tesis doctoral]. Universidad Politécnica de Cartagena, Cartagena.
- Masulis, R. W. (1983). The impact of capital structure change on firm value: Some estimates. *The Journal of Finance*, 38(1), 107–126. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1983.tb03629.x>
- Mateos Ronco, A. & Guzmán Asunción, S. (2018). Determinants of financing decisions and management implications: Evidence from Spanish agricultural cooperatives. *International Food and Agribusiness Management Review*, 21(6), 701–721. <https://doi.org/10.22434/IFAMR2016.0178>
- Mateos Ronco, A. & Lájara Camilleri, N. (2014). Capital structure and financing decisions of agricultural cooperatives: Spanish evidence. *The 88th Annual Conference of the Agricultural Economics Society, AgroParisTech, April*. <https://doi.org/10.13140/2.1.3930.4648>
- Matias, F. & Serrasqueiro, Z. (2017). Research in international business and finance. Are there reliable determinant factors of capital structure decisions? Empirical study of SMEs in different regions of Portugal. *Research in International Business and Finance*, 40, 19–33. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.09.014>
- Mato, G. (1990). Un análisis econométrico de la política de endeudamiento de las empresas con datos de panel. *Investigaciones Económicas*, 14(1), 63–83.
- Mauer, D. C. & Sarkar, S. (2005). Real options, agency conflicts, and optimal capital structure. *Journal of Banking & Finance*, 29(6), 1405–1428. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jbfina:v:29:y:2005:i:6:p:1405-1428>

- Maxwell, J. (2012). *Qualitative Research Design: An interactive approach*. 41 Applied Social Research Methods. 3^o ed. SAGE Publications.
- McConnell, J. J. & Servaes, H. (1995). Equity ownership and the two faces of debt. *Journal of Financial Economics*, 39(1), 131–157. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00824-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00824-X)
- Melgarejo Molina, Z., Simon, K. & Arcelus, F. J. (2010). Differences in financial performance amongst Spanish SMEs according to their capital-ownership structure: A descriptive analysis. *Annals of Public and Cooperative Economics*, 81(1), 105–129.
- Melgarejo Molina, Z., Vera Colina, M. A. & Mora Riapira, E. H. (2012). Cooperativas de Trabajo Asociado en Colombia: una aproximación teórica. *Innovar: Revista de Ciencias Administrativas y Sociales*, 22(45), 5–16.
- Menéndez Requejo, S. (1995). Panorámica sobre la utilidad de las decisiones financieras de la empresa como señales informativas. *Información Comercial Española, ICE: Revista de Economía*, 746, 118–138.
- Menéndez Requejo, S. (2001). Estructura de capital de la empresa española ante problemas de riesgo moral y selección adversa. *Cuadernos de Economía y Dirección de La Empresa*, 10, 485–500.
- Menkhoff, L., Schmidt, U. & Brozynski, T. (2006). The impact of experience on risk taking, overconfidence, and herding of fund managers: Complementary survey evidence. *European Economic Review*, 50(7), 1753–1766. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:eecrev:v:50:y:2006:i:7:p:1753-1766>
- Mestre Barbera, M. R. (2007). *Estructura de vencimiento de la deuda: evidencia empírica de la pequeña y mediana empresa*. [Tesis doctoral]. Universitat de València, Valencia.
- Michaelas, N., Chittenden, F. & Poutziouris, P. (1999). Financial policy and capital structure choice in U.K. SMEs: Empirical evidence from company panel data. *Small Business Economics*, 12(2), 113–130. <https://doi.org/10.1023/A:1008010724051>
- Migliori, S., Maturo, F. & Paolone, F. (2018). Capital structure determinants in family firms: An empirical analysis in context of crisis. *International Business Research*, 11(4), 65. <https://doi.org/10.5539/ibr.v11n4p65>
- MIK - Mondragon Innovation & Knowledge. (2015). *Informe Foro Finanzas 2015*. Mondragon Innovation & Knowledge
- Milgrom, P. & Roberts, J. (1993). *Economía, organización y gestión de la empresa*. Ariel.
- Miller, M. H. (1977). Debt and taxes*. *The Journal of Finance*, 32(2), 261–275. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1977.tb03267.x>
- Minguez Vera, A., Martín Ugedo, J. F. & Arcas Lario, N. (2010). Agency and property rights theories in agricultural cooperatives: Evidence agency and property rights theories in agricultural cooperatives: Evidence from Spain. *Spanish Journal Of Agricultural Research*, 8(4), 908-924. <https://doi.org/10.5424/sjar/2010084-1384>
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297. <http://www.jstor.org/stable/1809766>

- Modigliani, F. & Miller, M. H. M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review*, 53(3), 433–443. <https://doi.org/10.1126/science.151.3712.867-a>
- Molina Llopis, R. (2007). La reforma de la legislación mercantil en materia contable: una breve referencia a su incidencia en las cooperativas y sociedades laborales. *CIRIEC - España. Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 58, 109–130.
- Mondragon. (2018). *Distribución de resultados para el reforzamiento de recursos propios* (p. 34). Mondragon.
- Moraga Flores, H. A. (2017). *La responsabilidad social empresarial, gobierno corporativo y el desempeño financiero de las empresas chilenas*. [Tesis doctoral]. Universidad Europea de Madrid. Madrid.
- Morales Gutiérrez, A. C. (1993). *Financiación de las cooperativas de trabajo asociado: ¿problema o síntoma?*. ETEA. 1993. SBN: 84-86785-15-4
- Moreno Luzón, M. D. (1985). Costes de dificultades financieras y política de endeudamiento empresarial. *Revista de Economía y Empresa*, 5(12), 253–272.
- Morillas Jarillo, M. J. & Feliú Rey, M. I. (2000). *Curso de cooperativas*. 3º ed. Tecnos.
- Mugosa, A. (2015). The determinants of capital structure choice: Evidence from Western Europe. *Business and Economic Horizons*, 11(2), 76-95. <https://doi.org/10.15208/beh.2015.07>
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147–175. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574–592. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- Myers, S. C. (1999). Financial architecture. *European Financial Management*, 5(2), 133–141. <https://doi.org/10.1111/1468-036X.00086>
- Myers, S. C. (2001). Capital structure. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81–102. <http://www.jstor.org/stable/2696593>
- Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Narayanan, M. P. (1988). Debt versus equity under asymmetric information. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23(1), 39–51. In RePEc https://econpapers.repec.org/RePEc:cup:jfinqa:v:23:y:1988:i:01:p:39-51_01
- Navarra, C. (2011). Profit reinvestment in Italian worker cooperatives as a contribution to a common good: An empirical analysis on workers' perception and motivation. In J. DeVaro (coord.). *Advances in the Economic Analysis of Participatory and Labor-Managed Firms* (Vol. 12, pp. 199–229). Emerald Group Publishing Limited. [https://doi.org/10.1108/S0885-3339\(2011\)0000012012](https://doi.org/10.1108/S0885-3339(2011)0000012012)
- Navarrete Martínez, E. (2012). *Factores determinantes del comportamiento financiero de las empresas familiares*. [Tesis doctoral]. Universidad de La Rioja, Logroño.

- Nejad, N. R. & Wasiuzzaman, S. (2015). Multilevel determinants of capital structure: Evidence from Malaysia. *Global Business Review*, 16(2), 199–212. <https://doi.org/10.1177/0972150914564274>
- Nguyen, H. T. & Nguyen, A. H. (2020). Determinants of firm capital structure: Empirical evidence from Vietnam. *International Journal of Financial Research*, 11(4). <https://doi.org/10.5430/ijfr.v11n4p10>
- Notta, O. & Vlachvei, A. (2007). Performance of cooperatives and investor-owned firms: The case of the Greek dairy industry. In K. Karantininis & J. Nilsson (coord.), *Vertical Markets and Cooperative Hierarchies* (pp. 275–285). Springer books. https://doi.org/10.1007/1-4020-5543-0_16
- Noulas, A. & Genimakis, G. (2011). The determinants of capital structure choice: Evidence from Greek listed companies. *Applied Financial Economics*, 21(6), 379–387. <https://doi.org/10.1080/09603107.2010.532108>
- Nuri, J. & Archer, S. (2001). *Target adjustment model against pecking order model of capital structure*. Proceedings of the European Financial Management Association Annual Meeting 7-30 June 2001. Lugano, Switzerland
- Nyberg, A. J., Fulmer, I. S., Gerhart, B. & Carpenter, M. A. (2010). Agency theory revisited: CEO return and shareholder interest alignment. *Academy of Management Journal*, 53(5), 1029–1049. <https://doi.org/10.5465/amj.2010.54533188>
- Oktavina, M., Manalu, S. & Yuniarti, S. (2018). Pecking order and trade-off theory in capital structure analysis of family firms in Indonesia. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 22(1), 73–82. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v22i1.1793>
- Omet, G. & Nobanee, H. (2001). The capital structure of listed industrial companies in Jordan. *Arab Journal of Administrative Sciences*, 8(2).
- Orellana Zambrano, W. E. (2002). El control en las empresas de trabajo asociado. Revisión crítica, desde una perspectiva de agencia, de los principales mecanismos de control, y análisis de sus repercusiones organizativas. *CIRIEC - España. Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 42, 49–80.
- Otero, L. A., Fernández, S. & Vivel, M. (2007). La estructura de capital de la PYME: un análisis empírico. In J.C. AyalaCalvo (coord.). *Conocimiento, Innovación y Emprendedores: Camino Al Futuro*, (pp. 407–420).
- Othman, A., Kari, F., Jani, R. & Hamdan, R. (2012). Factors influencing cooperative membership and share increment: An application of the logistic regression analysis in the Malaysian cooperatives. *World Review of Business Research*, 2(5), 24–35.
- Ozkan, A. (2000). An empirical analysis of corporate debt maturity structure. *European Financial Management*, 6(2), 197–212. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/1468-036X.00120>
- Ozkan, A. (2001). Determinants of capital structure and adjustment to long run target: Evidence from UK company panel data. *Journal of Business Finance & Accounting*, 28(1-2), 175–198. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00370>
- Padilla Ospina, A. M., Rivera Godoy, J. A. & Ospina Holguín, J. H. (2015). Determinantes de la estructura de capital de las mipymes del sector real participantes del Premio Innova 2007-2011. *Revista Finanzas y Política Económica*, 7(2), 359–380.

- Palomo Zurdo, R. J. & Sanchís Palacio, J. R. (2010). Effects of the mergers in the banking concentration and efficiency. The case of the cooperatives banks and the challenges of the financial crisis. *Spanish Journal of Finance and Accounting / Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 39(146), 289–319. <https://doi.org/10.1080/02102412.2010.10779683>
- Paniagua Zurera, M. (2013). Determinación y aplicación de resultados. En T. Vázquez Ruano (coord.), J. I. Peinado Gracia (dir.). *Tratado de derecho de cooperativas* (Vol. 1, pp. 659–705). Tirant lo Blanch.
- Paredes Gómez, A., Ángeles Castro, G. & Flores Ortega, M. (2016). Determinants of leverage in mining companies, empirical evidence for Latin American countries. *Contaduría y Administración*, 61(1), 26–40. <https://doi.org/10.1016/j.cya.2015.09.010>
- Park, R., Kruse, D. & Sesil, J. (2004). Does employee ownership enhance firm survival? In V. Pérotin & A. Robinson (coord.), *Employee Participation, Firm Performance and Survival (Advances in the Economic Analysis of Participatory and Labor-Managed Firms*, Vol. 8, pp. 3–33). Emerald Group Publishing Limited [https://doi.org/10.1016/S0885-3339\(04\)08001-9](https://doi.org/10.1016/S0885-3339(04)08001-9)
- Pastor Sempere, M. C. (2002). *Los recursos propios en las sociedades cooperativas*. Edersa.
- Pastor Sempere, M. del C. (2006). La reforma del derecho contable y su repercusión en el régimen de los recursos propios de las sociedades cooperativas. *REVESCO: Revista de Estudios Cooperativos*, 90, 109–141.
- Vicent Chuliá, F. (1990). Ley General de Cooperativas. En N. Paz Canalejo (coord.), Sánchez Calero (dir.). *Comentarios al Código de Comercio y Legislación mercantil especial* (Vol. 2, art.29 a 66). Edersa
- Pejovich, S. (1969). The firm, monetary policy and property rights in a planned economy. *Economic Inquiry*, 7(3), 193–200. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1465-7295.1969.tb01479.x>
- Pencavel, J. (2015). The productivity of working hours. *The Economic Journal*, 125(589), 2052–2076. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/eoj.12166>
- Pencavel, J. & Craig, B. (1994). The empirical performance of orthodox models of the firm: Conventional firms and worker cooperatives. *Journal of Political Economy*, 102(4), 718– In RePEc 744. <https://econpapers.repec.org/RePEc:ucp:jpolec:v:102:y:1994:i:4:p:718-44>
- Pencavel, J., Pistaferri, L. & Schivardi, F. (2006). Wages, employment, and capital in capitalist and worker-owned firms. *ILR Review*, 60(1), 23–44. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:sae:ilrrev:v:60:y:2006:i:1:p:23-44>
- Pérotin, V. (2004). Early Cooperative Survival: The liability of adolescence. In V. Pérotin & A. Robinson (coord.), *Employee Participation, Firm Performance and Survival (Advances in the Economic Analysis of Participatory and Labor-Managed Firms*, Vol. 8, pp. 67–86). Emerald Group Publishing Limited [https://doi.org/10.1016/S0885-3339\(04\)08001-9](https://doi.org/10.1016/S0885-3339(04)08001-9)
- Petersen, M. A. & Rajan, R. G. (1994). The benefits of lending relationships: Evidence from small business data. *The Journal of Finance*, 49(1), 3–37. <https://doi.org/10.2307/2329133>
- Petersen, M. A. & Rajan, R. G. (1995). The effect of credit market competition on lending relationships. *The Quarterly Journal of Economics*, 110(2), 407–443. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:oup:qjecon:v:110:y:1995:i:2:p:407-443>.

- Peterson, R. & Shulman, J. (1987). Capital structure of growing small firms: A 12-country study on becoming bankable. *International Small Business Journal*, 5(4), 10–22. <https://doi.org/10.1177/026624268700500401>
- Phillips, G. M. (1995). Increased debt and industry product markets an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 37(2), 189–238. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)00785-Y](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(94)00785-Y)
- Pimenta Monteiro, N. & Stewart, G. (2015). Scale, scope and survival: A comparison of cooperative and capitalist modes of production. *Review of Industrial Organization*, 47(1), 91–118. <https://doi.org/10.1007/s11151-015-9464-1>
- Pinková, P. (2012). Determinants of capital structure: Evidence from the Czech automotive industry. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 60(7), 217–224. <https://doi.org/10.11118/actaun201260070217>
- Plaza Angulo, J. J. & Ciruela Lorenzo, A. M. (2017). El pago único de la prestación por desempleo como medio de financiación inicial de las empresas de Economía Social en España. *CIRIEC - España. Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 91, 85–113.
- Poitevin, M. (1989). Financial signalling and the “deep-pocket” argument. *RAND Journal of Economics*, 20(1), 26–40. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:rje:randje:v:20:y:1989:i:spring:p:26-40>
- Polo Garrido, F. (2010). Las Cooperativas de la Región de Murcia y la Reforma Contable. *Gestión: Revista de Economía*, 50, 5–10.
- Polo Garrido, F. (2014). The effects of the accounting reclassification of members’ shares in cooperatives: An approach. *Advances in Public Interest Accounting*, 17, 129–149.
- Pomares Hernández, I. & Grávalos Gastaminza, M. (2001). La adaptación de las sociedades laborales a la evolución del ciclo económico: un estudio empírico para las diferentes comunidades autónomas. *CIRIEC - España. Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 38, 33–56.
- Pozuelo Campillo, J., Carmona Ibáñez, P. & Martínez Vargas, J. (2012). Las sociedades cooperativas y las empresas capitalistas en la Comunidad Valenciana: análisis comparado de su estructura económica y financiera. *CIRIEC - España. Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 74, 117–148.
- Prasad, K., Archer, D. W. & Featherstone, A. M. (2020). The impact of size and specialization on the financial performance of agricultural cooperatives. *Journal of Co-Operative Organization and Management*, 8(2), 100108. <https://doi.org/10.1016/j.jcom.2020.100108>
- Prieto Juárez, J. A. (2002). El régimen económico en la vigente legislación cooperativa a la luz de los principios proclamados por la alianza cooperativa internacional en 1995. *REVESCO: Revista de Estudios Cooperativos*, 76, 131–172.
- Prowse, S. D. (1990). Institutional investment patterns and corporate financial behavior in the United States and Japan. *Journal of Financial Economics*, 27(1), 43–66. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jfinec:v:27:y:1990:i:1:p:43-66>

- Psillaki, M. & Daskalakis, N. (2009). Are the determinants of capital structure country or firm specific? *Small Business Economics*, 33(3), 319–333. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:kap:sbusec:v:33:y:2009:i:3:p:319-333>
- Rajan, R. G. (1992). Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's-length debt. *Journal of Finance*, 47(4), 1367–1400. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:bla:jfinan:v:47:y:1992:i:4:p:1367-400>
- Rajan, R. G. & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:bla:jfinan:v:50:y:1995:i:5:p:1421-60>
- Rajan, R. G. & Zingales, L. (1998). Financial dependence and growth. *American Economic Review*, 88(3), 559–586. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:aea:aecrev:v:88:y:1998:i:3:p:559-86>
- Ramírez Herrera, L. M. & Palacín Sánchez, M. J. (2018). El estado del arte sobre la teoría de la estructura de capital de la empresa. *Cuadernos de Economía*, 37(73), 143–165.
- Rebelo, J., Caldas, J. & Matulich, S. (2008). Manager power, member behavior and capital structure: Portuguese Douro Wine cooperatives. *Agricultural Economics Review*, 9(2), 5–16.
- Remmers, L., Stonehill, A., Wright, R. & Beekhuisen, T. (1974). Industry and size as debt ratio determinants in manufacturing internationally. *Financial Management*, 3(2), 24–32. <https://doi.org/10.2307/3665286>
- Renato, P. & Terra, S. (2011). Determinants of corporate debt maturity in Latin America. *European Business Review*, 23(1), 45–70. <https://doi.org/10.1108/09555341111097982>
- Richard, A. & Oluwatosin, O. (2014). Determinant of financial structure decision in small and medium enterprises: A pilot study of selected registered companies in Nigeria. *IOSR Journal of Economics and Finance*, 3(1), 01–08. <https://doi.org/10.9790/5933-03110108>
- Rivera Godoy, J. A. (1998). Aporte de la teoría de agencia al puzzle de la estructura de capital de la empresa. *Cuadernos de Administración*, 16(24), 129–167.
- Robichek, A. A. & Myers, S. C. (1965). *Optimal financing decisions*. Prentice-Hall.
- Rocafort Nicolau, A. (2010). La financiación cooperativa mediante la emisión de títulos participativos. *CIRIEC - España. Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 68, 141–166.
- Rodeiro Pazos, D., Fernández López, S., Otero González, L. & Rodríguez Sandiás, A. (2010). Factores determinantes de la estructura de capital de las spin-offs universitarias. *Academia. Revista Latinoamericana de Administración*, 44, 65–98.
- Rodrigues, J. A., Lauermann, G. J., Moreira, V. R., Ferraresi, A. A. & Souza, A. (2018). Estrutura de capital e peculiaridades regionais nas cooperativas agropecuárias do Paraná - Brasil. *Revista de Economia e Sociologia Rural*, 56(2), 213–224. <https://doi.org/10.1590/1234-56781806-94790560202>
- Rodríguez Brito, M. G., Rodríguez Ferrer, T. & Hernández García, M. C. (2001). El efecto industria en la estructura económico-financiera de la empresa. *Estudios de Economía Aplicada*, 17, 141–161.

- Rodríguez Sanz, J. A. (1993). *Estructura de propiedad, endeudamiento y resultados de la empresa industrial española: un enfoque de agencia*. [Tesis doctoral]. Universidad de Valladolid, Valladolid.
- Rojas, C., Parodi, F. & Vega, J. (2019). Determinantes de la Estructura de Capital en Empresas Familiares Ecuatorianas. *X-Pendientes Económicos*, 3(6), 43–68.
- Romano, C., Tanewski, G. & Kosmas, X. S. (2001). Capital structure decision making: A model for family business. *Journal of Business Venturing*, 16(3).
- Rooney, P. M. (1992). ESOPS, producer co-ops, and traditional firms: Are they different? *Journal of Economic Issues*, 26(2), 593–603. <http://www.jstor.org/stable/4226572>
- Ropero Moriones, E. (2006). *Estructura de capital de la empresa y contratos de financiación óptimos en un contexto de asimetría de información y riesgo moral*. [Tesis doctoral] Universidad Carlos III, Madrid.
- Ross, S. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:rje:bellje:v:8:y:1977:i:spring:p:23-40>
- Russell, L. A., Briggeman, B. C. & Featherstone, A. M. (2017). Financial leverage and agency costs in agricultural cooperatives. *Agricultural Finance Review*, 77(2), 312-323. <https://doi.org/10.1108/AFR-09-2016-0074>
- Russo, C., Weatherspoon, D., Peterson, C. & Sabbatini, M. (2000). Effects of managers' power on capital structure: A study of Italian agricultural cooperatives. *International Food and Agribusiness Management Review*, 3(1), 27–39. [https://doi.org/10.1016/S1096-7508\(00\)00025-2](https://doi.org/10.1016/S1096-7508(00)00025-2)
- Saá Requejo, J. (1991). Los determinantes de las decisiones sobre fuentes de financiación de las empresas españolas. *Moneda y Crédito*, 193, 147-178.
- Saá Requejo, J. (1996). Financing decisions: Lessons from the Spanish experience. *Financial Management*, 25(3), 44–56. <https://doi.org/10.2307/3665807>
- Sabaté Prats, P. (1999). La estructura financiera de las cooperativas agrarias: Las cooperativas comercializadoras de fruta de la provincia de Lleida. *Investigación Agraria. Producción y Protección Vegetales*, 14(3), 495–514.
- Salaberría Amesti, J. (1995). *El régimen económico-financiero de las cooperativas de trabajo asociado*. Federación de Cooperativas de Trabajo Asociado de Euskadi.
- Salas Fumás, V. (1993). La empresa en el análisis económico. *Papeles de Economía Española*, 57, 126–148.
- Salazar, M. (2012). *La optimización de la estructura de capital de la empresa: un modelo práctico de trade-off y su validación empírica*. [Tesis doctoral]. Universitat de Lleida, Lleida.
- San Martín Mosqueira, P. C. (2012). *La selección de inversiones y fuentes de financiación en la práctica. El caso de la empresa española*. [Tesis doctoral]. Universidad de Valladolid, Valladolid.
- San Martín Reyna, J. M. (2010). Mecanismos de gobierno y protección al inversor como forma de control de la discrecionalidad directiva: un estudio para países europeos. *Innovar: Revista de Ciencias Administrativas y Sociales*, 20(37), 73–88.

- Sánchez Valadez, M. (2011). *Ensayos sobre las decisiones financieras de las empresas y su entorno competitivo*. [Tesis doctoral]. Universitat Autònoma, Barcelona.
- Sánchez Andújar, S. (2004). *Evidencia empírica de la estructura financiera de la pequeña y mediana empresa familiar*. [Tesis doctoral]. Universidad de Jaén, Jaén.
- Santiago Redondo, K. M. (1998). *Socio de cooperativa y relación laboral*. IBIDEM.
- Saona, P., Martín, P. S., Jara, M. & Saona, P. (2018). Group affiliation and ownership concentration as determinants of capital structure decisions: Contextualizing the facts for an emerging economy. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(14), 3312–3329. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2017.1392850>
- Sayilgan, G., Karabacak, H. & Küçükkocaoğlu, G. (2006). The firm-specific determinants of corporate capital structure: Evidence from Turkish panel data. *Investment Management and Financial Innovations*, 3(3), 125–139.
- Scherr, F. C., Sugrue, T. F. & Ward, J. B. (1993). Financing the small firm start-up: Determinants of debt use. *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 3(1), 17–36.
- Schiantarelli, F. & Srivastava, V. (1997). *Debt maturity and firm performance a panel study of Indian companies*. In SSRN <https://ssrn.com/abstract=569232>
- Scholes, M. S., Wilson, G. P. & Wolfson, M. A. (1992). Firms' responses to anticipated reductions in tax rates: the tax reform act of 1986. *Journal of Accounting Research*, 30, 161–185. <https://doi.org/10.2307/2491200>
- Scholes, M. S. & Wolfson, M. A. (1992). *Taxes and business strategy: A planning approach*. Prentice Hall.
- Schwartz, E. (1959). Theory of the capital structure of the firm. *The Journal of Finance*, 14(1), 18–39. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1959.tb00483.x>
- Scott, D. F. & Martin, J. D. (1975). Industry influence on financial structure. *Financial Management*, 4(1), 67–73. <https://doi.org/10.2307/3665473>
- Scott, J. H. (1976). A theory of optimal capital structure. *Bell Journal of Economics*, 7(1), 33–54. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:rje:bellje:v:7:y:1976:i:spring:p:33-54>
- Senent Vidal, M. J. (2016). Derechos y obligaciones de la persona socia trabajadora de la cooperativa de trabajo asociado en la ley. En M. J. Senent Vidal (coord.), G. Fajardo García (coord.). *Cooperativa de trabajo asociado y estatuto jurídico de sus socios trabajadores* (pp. 351–394). Tirant lo Blanch.
- Seo, J. & Choi, W. (2016). What determinants affect the capital structure of consumer cooperatives? The case of Icoop Korea. *Annals of Public and Cooperative Economics*, 87(2), 117–135.
- Serrasqueiro, Z., Matias, F. & Salsa, L. (2016). Determinants of capital structure: New evidence from Portuguese small firms. *Dos Algarves: A Multidisciplinary e-Journal*, 28(2016), 13–28. <https://doi.org/10.18089/DAMeJ.2016.28.2>
- Sesto Pedreira, M. A. (2000). *Teoría de la financiación*. Centro de Estudios Ramón Areces.

- Sharpe, S. (1990). Asymmetric information, bank lending, and implicit contracts: A stylized model of customer relationships. *Journal of Finance*, 45(4), 1069–1087. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:bla:jfinan:v:45:y:1990:i:4:p:1069-87>
- Shyam-Sunder, L. (1991). The stock price effect of risky versus safe debt. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 26(4), 549–558. In RePEc https://econpapers.repec.org/RePEc:cup:jfinqa:v:26:y:1991:i:04:p:549-558_00
- Shyam-Sunder, L. & C. Myers, S. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51(2), 219–244. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00051-8](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00051-8)
- Singh, D. (2016). A panel data analysis of capital structure determinants: An empirical study of non-financial firms in Oman. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(4), 1650-1656.
- Smith, C. W. & Warner, J. B. (1979). On financial contracting: An analysis of bond covenants. *Journal of Financial Economics*, 7(2), 117–161. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(79\)90011-4](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(79)90011-4)
- Smith, C. & Watts, R. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, 32(3), 263–292. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jfinec:v:32:y:1992:i:3:p:263-292>
- Soboh, R. A. M. E., Oude Lansink, A. & Van Dijk, G. (2011). Distinguishing dairy cooperatives from investor-owned firms in Europe using financial indicators. *Agribusiness*, 27(1), 34–46. <https://doi.org/https://doi.org/10.1002/agr.20246>
- Sofat, R. & Singh, S. (2017). Determinants of capital structure: an empirical study of manufacturing firms in India. *International Journal of Law and Management*, 59(6), 1029–1045. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-05-2016-0051>
- Sogorb Mira, F. (2002). *Estudio de los determinantes de la estructura de capital de las pymes: aproximación empírica al caso español*. [Tesis doctoral]. Universitat d'Alacant, Alacant.
- Sogorb Mira, F. & López Gracia, J. (2003). Pecking order versus trade-off: An empirical approach to the small and medium enterprise capital structure. In SSRN <https://doi.org/10.2139/ssrn.393160>
- Sogorb Mira, F. (2005). How SME uniqueness affects capital structure: Evidence from a 1994-1998 Spanish data panel. *Small Business Economics*, 25(5), 447–457. <https://doi.org/10.1007/s11187-004-6486-8>
- Spear, R. (2004). Governance in democratic member-based organisations. *Annals of Public and Cooperative Economics*, 75(1), 33–60. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1467-8292.2004.00242.x>
- Spence, A. (1974). *Market signaling: Informational transfer in hiring and related screening processes*. Harvard University Press.
- Steijvers, T. & Voordeckers, W. (2009). Private family ownership and the agency costs of debt. *Family Business Review*, 22(4), 333–346. <https://doi.org/10.1177/0894486509338291>
- Stiglitz, J. (1969). A re-examination of the modigliani-miller theorem. *American Economic Review*, 59(5), 784–793. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:aea:aecrev:v:59:y:1969:i:5:p:784-93>

- Stiglitz, J. E. & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 71(3), 393–410. <http://www.jstor.org/stable/1802787>
- Stohs, M. H. & Mauer, D. C. (1996). The determinants of corporate debt maturity structure. *The Journal of Business*, 69(3), 279–312. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:ucp:jnlbus:v:69:y:1996:i:3:p:279-312>
- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3–27. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jfinec:v:26:y:1990:i:1:p:3-27>
- Suárez Gálvez, C. (2000, octubre). *Elección de las Fuentes de Financiación de las Empresas*. Congreso Nacional. VIII Foro de Finanzas. Madrid.
- Syrjä, P., Sjögrés, H. & Tuominen, P. (2012). Financial performance and efficiency of consumer co-operatives and limited companies - agency theoretical approach. *Journal of Co-Operative Accounting and Reporting*, 1(1), 53–69.
- Taylor, P. & Lowe, J. (1995). A note on corporate strategy and capital structure. *Strategic Management Journal*, 16(5), 411–414. <https://doi.org/10.1002/smj.4250160507>
- Thanh, L. T. & Huong, D. M. (2017). Determinants of capital structure: An empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan. *Serbian Journal of Management*, 12(1), 77–92. <https://doi.org/10.1108/03074351111103668>
- Thi Nguyen, D. T., Díaz Rainey, I. & Gregoriou, A. (2014). Determinants of the capital structure of listed Vietnamese companies. *Southeast Asian Economies*, 31(3), 412-431. <https://doi.org/10.1355/ae31-3e>
- Titman, S. (1984). The effect of capital structure on a firm's liquidation decision. *Journal of Financial Economics*, 13(1), 137–151. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jfinec:v:13:y:1984:i:1:p:137-151>
- Titman, S. & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1–19. <https://doi.org/10.2307/2328319>
- Toesca Gimenes, R. M., Uribe Opazo, M. A. & Pegorini Gimenes, F. M. (2003). Como decidem os executivos financeiros sobre estrutura de capital em cooperativas agropecuárias. *Revista de Ciências Da Administração*, 5(9), 1–14. <https://doi.org/10.5007/%x>
- Toledo, L. & Segura Sánchez, J. (2003). Tamaño, estructura y coste de financiación de las empresas manufactureras españolas. *Investigaciones Económicas*, 27(1), 39–70.
- Tord, M. de & Amat, J. (1981). *Finanzas para cooperativas*. Biblioteca CEAC de cooperativismo. CEAC.
- Torres Pérez, F. (2011). *Régimen de las aportaciones sociales en la sociedad cooperativa*. [Tesis doctoral]. Universidade de Vigo, Vigo.
- Tortia, E. C. (2018). The firm as a common. Non-divided ownership, patrimonial stability and longevity of co-operative enterprises. *Sustainability*, 10(4), 1–18. <https://doi.org/10.3390/su10041023>
- Tortia, E. C. (2021). Capital as common-pool resource: Horizon problem, financial sustainability and reserves in worker cooperatives. *Journal of Co-Operative Organization and Management*, 9(2), 100137. <https://doi.org/10.1016/j.jcom.2021.100137>

- Toy, N., Stonehill, A., Remmers, L., Wright, R. & Beekhuisen, T. (1974). A comparative international study of growth, profitability, and risk as determinants of corporate debt ratios in the manufacturing sector. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 9(5), 875–886. In RePEc https://econpapers.repec.org/RePEc:cup:jfinqa:v:9:y:1974:i:05:p:875-886_02
- Trujillo Díez, I. J. (2000a). *Cooperativas de consumo y cooperativas de producción*. Thomson Reuters Aranzadi.
- Trujillo Díez, I. J. (2000b). El valor jurídico de los principios cooperativos: A propósito de la Ley 27/1999, de 16 de julio, de cooperativas. *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, 76(658), 1329–1360.
- Tulcanaza Prieto, A. B. & Lee, Y. (2019). Internal and external determinants of capital structure in large Korean firms. *Global Business and Finance Review*, 24(3), 79-96. <https://doi.org/10.17549/gbfr.2019.24.3.79>
- Valenzuela Garach, F. J. (2013). El capital social: aportaciones que no forman parte del capital social. En T. Vázquez Ruano (coord.), J. I. Peinado Gracia (dir.). *Tratado de derecho de cooperativas* (Vol. 1, pp. 610–624). Tirant lo Blanch.
- Van der Wijs, D. (1989). *Financial structure in small business. Theory, tests and applications*. Lecture Notes in Economics and Mathematical Systems. Springer. <https://doi.org/10.1007/978-3-642-45656-5>
- Van der Wijst, D. (1997). Firm finance and growth: An empirical analysis. in C. Zopounidis (coord.). *New Operational Approaches for Financial Modelling. Contributions to Management Science* (pp. 209–220). Physica. https://doi.org/10.1007/978-3-642-59270-6_15
- Van der Wijst, D. & Thurik, R. (1993). Determinants of small firm debt ratios: An analysis of retail panel data. *Small Business Economics*, 5(1), 55–65. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:kap:sbusec:v:5:y:1993:i:1:p:55-65>
- Vanek, J. (1975). The basic theory of financing of participatory firms. In J. Vanek (coord.) *Self management: The Economic Liberation of Man* (pp.44-55). Penguin Books.
- Vanek, J. (1977). *The labor-managed economy: Essays*. Cornell University Press.
- Vara Miranda, M. J. (1985). La empresa cooperativa y su equilibrio económico-social. *REVESCO: Revista de Estudios Cooperativos*, 53, 69–78.
- Vargas Sánchez, A. (1995). La identidad cooperativa y la cooperativa como empresa: luces y sombras. *REVESCO: Revista de Estudios Cooperativos*, 61, 179–194.
- Vargas Sánchez, A. & García Martí, E. (2003). La medición del desempeño de las sociedades cooperativas agrarias: perspectiva de los directores-gerentes de las provincias de Huelva y Jaén. *CIRIEC - España. Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 46, 85–116.
- Vargas Vasserot, C. (2007). Los previsible efectos de la NIC 32 en el sector cooperativo. *REVESCO: Revista de Estudios Cooperativos*, 91, 120–159.
- Vargas Vasserot, C. (2012). Clases y clasificaciones de cooperativas. *Deusto Estudios Cooperativos*, 1, 125–142.
- Vargas Vasserot, C. & Aguilar Rubio, M. (2006). Régimen económico y fiscal de las cooperativas agrarias y de las SAT. El capital social, determinación de resultados, distribución de excedentes y obligación de auditoría. In C. Vargas Vasserot & J. Pulgar Ezquerro (coord.). *Cooperativas agrarias y sociedades agrarias de transformación* (pp. 159–240).

- Varghese, T. (2016). Evaluating performance of a service cooperative bank: An application of camel model. *Indian Journal of Finance*, 10(3), 7–27. <http://dx.doi.org/10.17010/ijf%2F2016%2Fv10i3%2F89018>
- Vásquez Tejos, F. & Lamothe Fernández, P. (2018). Determinantes de la estructura de capital en empresas iberoamericanas. *COMPENDIUM: Cuadernos de Economía y Administración*, 5(12), 91–119.
- Vázquez Ordás, C. J., Fernández Sánchez, E. & Montes Peón, J. M. (2002). Efecto industria y determinantes empresariales de la estructura de capital. *Boletín de Estudios Económicos*, 57(175), 149–178.
- Vázquez Talavera, N. (2016). ¿Tienen preferencia por la autofinanciación las empresas familiares en Cataluña? *Revista de Contabilidad y Dirección*, 22, 155–181.
- Vendrell Vilanova, A. (2008). *La Dinámica de la estructura de capital. Evidencia para las empresas industriales española*. [Tesis doctoral]. Universitat de Lleida, Lleida.
- Vicent Chuliá, F. (1998). Mercado, principios cooperativos y reforma de la legislación cooperativa (estudio introductorio y de síntesis). *CIRIEC - España. Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 29, 7–34.
- Vicent Chuliá, F. (2004). *Introducción al derecho mercantil*. 17º Ed. Tirant lo Blanch. I
- Vijayakumaran, S. & Vijayakumaran, R. (2018). The determinants of capital structure decisions: Evidence from Chinese listed companies. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 10(2), 65-81. <https://doi.org/10.5296/ajfa.v10i2.13065>
- Villafáñez Pérez, I. (2014). *Cooperativa y concurso*. Estudio de las relaciones jurídicas con sus socios. Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales.
- Viviani, J. L. (2008). Capital structure determinants: An empirical study of French companies in the wine industry. *International Journal of Wine Business Research*, 20(2), 171–194. <https://doi.org/10.1108/17511060810883786>
- Vo, X. V. (2017). Research in international business and finance determinants of capital structure in emerging markets: Evidence from Vietnam. *Research in International Business and Finance*, 40, 105–113. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.12.001>
- Wald, J. K. (1999). How firm characteristics affect capital structure: an international comparison. *Journal of Financial Research*, 22(2), 161–187. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:bla:jfnres:v:22:y:1999:i:2:p:161-187>
- Wang, Y. C. (2016). The optimal capital structure in agricultural cooperatives under the revolving fund cycles. *Agricultural Economics*, 62(1), 45–50. <https://doi.org/10.17221/204/2015-AGRICECON>
- Williamson, O. E. (1974). *The economics of discretionary behavior: Managerial objectives in a theory of the firm*. Ford Foundation. Doctoral dissertation series. Prentice-Hall.
- Windmeijer, F. (2005). A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators. *Journal of Econometrics*, 126(1), 25–51. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:econom:v:126:y:2005:i:1:p:25-51>

- Wiwattanakantang, Y. (1999). An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 7(3–4), 371–403. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:pacfin:v:7:y:1999:i:3-4:p:371-403>
- Yen, M. F., Miranda, M. J. & Katchov, A. (2020). The effects of capital constraints on the growth of agricultural cooperatives. *Agricultural Economics*, 66(1), 27–33. <https://doi.org/10.17221/151/2019-AGRICECON>
- Yermack, D., Berger, P. & Ofek, E. (1997). Managerial entrenchment and capital structure decisions. *Journal of Finance*, 52, 1411–1438. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb01115.x>
- Yildirim, R., Masih, M. & Bacha, O. I. (2018). Determinants of capital structure: Evidence from Shari'ah compliant and non-compliant firms. *Pacific Basin Finance Journal*, 51, 198–219. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2018.06.008>
- Zevi, A. (2005). Il finanziamento delle cooperative. In E. Mazzoli & S. Zamagni (coord.) *Verso una nuova storia della cooperazione* (pp. 293–332). Il Mulino.
- Zingales, L. (1998). Survival of the fittest or the fattest? Exit and financing in the trucking industry. *The Journal of Finance*, 53(3), 905–938. <http://www.jstor.org/stable/117382>
- Zingales, L. (2000). In search of new foundations. *The Journal of Finance*, 55(4), 1623–1653. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00262>
- Zubiaurre Artola, M. Á., Andicoechea Arondo, L. & Saitua Iribar, A. (2010). Aplicación de la Orden EHA/3360/2010 sobre aspectos contables de las sociedades cooperativas : efectos en los fondos propios de las cooperativas de la Comunidad Autónoma del País Vasco. *REVESCO: Revista de Estudios Cooperativos*, 118, 180–201. https://doi.org/10.5209/rev_REVE.2015.n118.49061
- Zubiaurre Artola, M. Á., Andicoechea Arondo, L. & Saitua Iribar, A. (2016). Sociedades cooperativas de trabajo asociado versus sociedades de capital. Análisis comparado de fortaleza financiera y rentabilidad en el País Vasco. *CIRIEC - España. Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 86, 155–194.
- Zwiebel, J. (1996). Dynamic capital structure under managerial entrenchment. *American Economic Review*, 86(5), 1197–1215. In RePEc <https://econpapers.repec.org/RePEc:aea:aecrev:v:86:y:1996:i:5:p:1197-1215>

