

# **La Estructura de Capital en las Sociedades Cooperativas Agrarias Andaluzas. Un análisis de sus factores determinantes.**

**Autores: Dr. Leonardo Cazorla Papis y Dr. Manuel López Godoy**

## **1. Introducción**

En la literatura se ha destacado la importancia de contar con una estructura financiera adecuada como condición necesaria para lograr la supervivencia y crecimiento organizativo. El estudio y análisis de las decisiones de financiación constituye por tanto una de las cuestiones más debatidas en el seno de las finanzas corporativas. Al respecto, los distintos modelos teóricos-empíricos han tratado de responder a dos cuestiones claves: de un lado, la existencia de un ratio óptimo de endeudamiento que maximice el valor de mercado de la empresa al tiempo que minimice su coste de capital; y de otro lado, el análisis de los factores explicativos de este tipo de decisiones.

Por otra parte, debemos tener en cuenta que definido el objetivo financiero de la empresa en términos de maximizar su valor de mercado, la gran mayoría de estudios teóricos empíricos se han centrado en el contexto de las sociedades de capital (cotizadas y no cotizadas)<sup>1</sup>, siendo escasos los trabajos que analizan este tipo de cuestiones sobre otras formulas jurídicas empresariales.

A pesar de la importancia creciente de las empresas de Economía Social —EC— en determinados sectores de actividad económica, son escasas las referencias existentes sobre los aspectos financieros en este tipo de organizaciones<sup>2</sup>. En el caso de las sociedades cooperativas recientes trabajos apuntan que este tipo de organización se enfrenta, en general, a mayores dificultades financieras en comparación con las sociedades puramente capitalistas —Sociedades Anónimas y Limitadas— (Carrasco, 1993; Hernández, 1995, Jeantet, 1999; Medina et al., 2000). Dichas dificultades son consecuencia de un amplio

---

<sup>1</sup> Inicialmente los estudios sobre la estructura de capital centraron su atención en el ámbito las grandes sociedades de capital cuyos títulos cotizaban en segundos mercados organizados. Con posterioridad, las mayores dificultades de la PYME, unido a su importancia en la estructura económica de los países desarrollados, han llevado a un interés creciente de la literatura por el estudio de sus decisiones de financiación (Constand, Osteryoung, y Nast, 1991).

<sup>2</sup> Entre los trabajos que han analizado distintos aspectos del pasivo de este tipo de sociedades podemos destacar: Bel Durán (1997; 2002); García-Gutiérrez (1992; 2002;)

conjunto de factores relativos tanto al ámbito interno de la empresa como a factores relacionados con su entorno.

En Andalucía, el sector de la Economía Social que integra Cooperativas y Sociedades Laborales se ha convertido en una fórmula empresarial muy dinámica con una importancia creciente en la estructura económica y social de la comunidad andaluza. A pesar de su importancia cuantitativa y cualitativa el sector cooperativo andaluz se enfrenta a importantes retos. Actualmente las sociedades cooperativas requieren grandes sumas de capital para financiar los planes de inversión que exige el incremento de competencia que sufre el sector.

Tales circunstancias nos han llevado a plantearnos como objetivo de este trabajo el estudio de las decisiones de estructura de capital en este tipo de entidades, en concreto, intentaremos efectuar un análisis de los factores internos explicativos de este tipo de decisiones. Con dicho objetivo el trabajo se estructura en cuatro partes. Tras la introducción, en la sección segunda se efectúa, en primer lugar, un breve repaso de las implicaciones de los distintos enfoques teóricos sobre la estructura de capital. A continuación, se exponen la incidencia que los principios cooperativos ejercen sobre la función financiera de las sociedades cooperativas y, en especial, sobre aquellos aspectos más relevantes de su estructura financiera. En la sección tercera se efectúa un análisis empírico de los aspectos más relevantes de las estructuras financieras en una muestra de Cooperativas Agrarias Andaluzas. En esta parte, en primer lugar se exponen las principales variables, unidades de medida y relaciones propuestas entre las mismas. En segundo lugar, se comentan las principales características del trabajo de campo, así como los principales resultados que pueden extraerse del análisis de los factores determinantes propuestos. Por último, en la sección cuarta se exponen las principales conclusiones obtenidas del trabajo realizado.

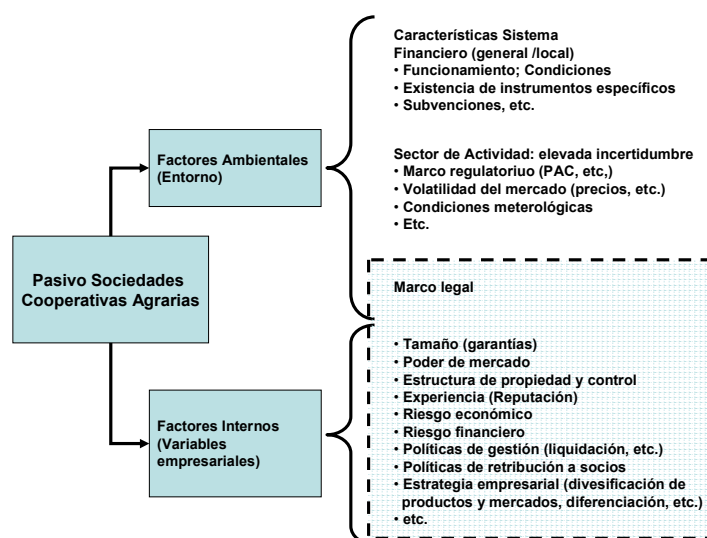
## **2.- La estructura de capital en el contexto de las sociedades cooperativas agrícolas**

La disponibilidad de pasivo fijo en la cuantía necesaria, en las condiciones de plazo y coste idóneas, así como de acuerdo a una adecuada combinación de recursos de naturaleza

ajena y propia, constituye, sin lugar a dudas, uno de los grandes problemas a solucionar por la Dirección Financiera de la empresa.

El repaso efectuado de los modelos teóricos sugiere que la estructura de capital de cualquier empresa se encuentra condicionada por una amplia variedad de variables que podemos agrupar en dos bloques de factores: i) los ambientales (relativos al entorno) y ii) los relativos al ámbito interno de la empresa. Los factores ambientales englobarían aquellas variables relacionadas con las condiciones políticas, macroeconómicas y sociales del entorno que afectarían por igual a cualquier empresa y por tanto a cualquier cooperativa agrícola andaluza. Para el caso particular de las decisiones financieras deberíamos destacar la incidencia de aquellos factores relacionados con las características (nivel de desarrollo, funcionamiento, condiciones, etc.) del sistema financiero, así como aquellas relativas a las características particulares del sector de actividad. En el caso particular del sector agrario, es evidente que la elevada incertidumbre que caracteriza al sector (regulación: PAC, factores ambientales, volatilidad de los mercados, etc.) afecta la actividad y gestión desarrollada por los distintos agentes (agricultores, sociedades de transformación y/o comercialización, etc.) y, por ende, sus decisiones de financiación (Gráfico 1).

**Gráfico 1: Factores determinantes de la estructura de capital.**



Fuente: Elaboración Propia.

### 3.- Análisis empírico

#### 3.1. Variables y relaciones esperadas

En este apartado trataremos de contrastar, usando la muestra de cooperativas agrarias, la incidencia de los diferentes factores presentados por la literatura. Las variables que inciden teóricamente sobre la estructura de capital en las que centraremos nuestro interés incluyen el tamaño, la antigüedad (reputación), la estructura de propiedad y control, la capacidad para generar beneficios y rentabilidad, la rama de actividad, las oportunidades de crecimiento futuras de la empresa, el riesgo de la actividad empresarial, la política de retribución a socios y la naturaleza de las estrategias empresariales. Dentro de este epígrafe, se examina en primer lugar la forma en que se mide la estructura de capital, para comentar posteriormente la medida de los diferentes factores determinantes. En un tercer apartado se analiza el efecto de cada uno de los factores sobre las variables representativas de la estructura de capital, para estudiar, en el cuarto apartado, el efecto conjunto de los factores.

**Medición de la estructura de capital.** Teniendo en cuenta que la literatura financiera no presenta unanimidad sobre la forma funcional o los indicadores más apropiados para medir la estructura de capital y dadas las características singulares que presenta dicha estructura en el caso de las cooperativas, hemos considerado de interés plantear 4 posibles definiciones de la estructura de capital:

**Deuda bancaria a largo plazo (DBLP)**, medida como el porcentaje de la deuda bancaria a largo plazo sobre el total del pasivo. **Capital social obligatorio y voluntario de socios, asociados y colaboradores (CSO)**, medido como el porcentaje que esta partida patrimonial representa sobre el pasivo total. Los rasgos singulares y la importancia que tiene esta variable en la estructura financiera de las sociedades cooperativas justifican el estudio de esta variable de manera individualizada, como un indicador aproximado del nivel de deuda a largo plazo no bancaria a disposición de la cooperativa. **Deuda total a largo plazo (DTLP)**, medida como la suma del porcentaje del capital social total más el porcentaje de la deuda bancaria a largo plazo. La consideración por gran parte de la literatura del capital social como exigible a largo plazo no ha llevado a definir a esta variables como un indicador alternativo del nivel de endeudamiento total de las sociedades cooperativas. **Fondos**

**propios (FP)**, media como el porcentaje que el total de reservas y subvenciones representan sobre el total del pasivo.

**Medición de los factores explicativos.** La medición de los diferentes factores explicativos debe tomar en consideración las peculiaridades de la empresa cooperativa. Esta circunstancia y el criterio de utilizar la información proporcionada por el mayor número de cooperativas han guiado la definición y construcción de los siguientes indicadores.

**Tamaño.** Para medir esta dimensión se han evaluado diferentes alternativas, incluyendo el importe de la cifra de negocio, de los fondos propios, o del activo fijo total. La correlación entre estos indicadores es muy elevada por lo que se ha escogido el valor medio de la Cifra de Negocio en las tres últimas campañas de la cooperativa como variable indicativa del factor tamaño.

**Reputación.** La reputación de la cooperativa requiere, por lo general, de un dilatado período de tiempo para su construcción. Existen diferentes aproximaciones para medir esta dimensión, aunque posiblemente la antigüedad sea uno de los indicadores más utilizados. Por tanto, se ha calculado el número de años que han transcurrido desde la constitución de la cooperativa hasta el momento de la recogida inicial de datos de la encuesta (año 2002).

**Estructura de propiedad y control.** Varias preguntas del cuestionario hacían referencia a esta dimensión. En primer lugar, se indagaba por la existencia de un gerente o no en la cooperativa, su antigüedad en el puesto y su nivel de formación y su condición de socio. Asimismo, se preguntaba por el número de reuniones realizadas a lo largo del año por el Consejo Rector de la cooperativa, el porcentaje del volumen de actividad controlado directamente por los miembros de este órgano, y el número de socios que controlaban una parte sustancial (25%) del capital. Tras realizar diferentes contrastes preliminares y para maximizar el número de datos disponibles, se ha optado por utilizar dos indicadores para medir esta dimensión: 1) la antigüedad del gerente al frente de la cooperativa (esta variable toma el valor 0 cuando la cooperativa no dispone de gerente y un número mayor que cero en otro caso) y 2) el número de reuniones celebradas por el Consejo Rector.

**Sector de actividad.** Las cooperativas agrarias andaluzas desarrollan su actividad en diferentes sectores que hemos agrupado en cuatro: sector hortofrutícola y frutos secos, cereales, aceite y otros. Se han calculado cuatro variables dicotómicas que toman el valor 1 si la cooperativa pertenece al sector de actividad correspondiente y 0 en otro caso.

**Capacidad de generación de recursos internos (rentabilidad).** Debido a la reticencia de muchas cooperativas a proporcionar el resultado de la actividad y al posible sesgo existente en este indicador como consecuencia de las distintas prácticas de reparto del mismo, se ha escogido el crecimiento de la cifra de ventas como indicador de la rentabilidad de la cooperativa.

**Oportunidad de crecimiento futuro.** Como en los casos anteriores, existen diferentes opciones para medir esta dimensión. Idealmente esta variable debería medirse en términos de valor de mercado de la empresa respecto a su valor contable. Sin embargo esta opción no es viable en el caso de empresas cooperativas. Por ello, en este trabajo se ha optado por utilizar la respuesta dada por cada cooperativa a una pregunta directa incluida en el cuestionario, que indagaba sobre las previsiones futuras de inversión en nuevas actividades o desarrollo de nuevos mercados en los tres próximos años.

**Política de retribución de los socios.** Esta dimensión se ha evaluado mediante una cuestión que recoge si la cooperativa remunera o no las aportaciones de capital realizadas por los socios. Esta variable toma el valor 1 en el primer caso y 0 en el segundo.

**Estrategias empresariales.** Para medir la estrategia de las cooperativas se ha optado por incluir una cuestión evaluada mediante una escala de Likert de diferencial semántico entre 1 y 7 que indagaba por la mayor proximidad de la estrategia al liderazgo en costes (extremo inferior) o a la diferenciación (extremo superior). Los valores centrales se consideran como una estrategia integrada de reducción de costes y diferenciación. Estas estrategias genéricas, definidas por Porter (1980) han sido empleadas en diferentes trabajos para caracterizar la estrategia de negocio de cualquier tipo de empresas.

**Nivel de riesgo.** El nivel de riesgo y la incertidumbre han sido evaluados a través de diferentes indicadores en el cuestionario. Tras estudiar las correlaciones entre los mismos y

el comportamiento estadístico de cada uno de ellos, se ha escogido la volatilidad de la cifra de ventas (desviación típica en los tres últimos ejercicios de cada cooperativa).

**Cuadro 1. Factores explicativos de la estructura de capital.**

| Factor                                                | Relación esperada con el nivel de endeudamiento       | Medida                                                                                                                                                              |
|-------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Tamaño                                                | Positivo / Negativo                                   | - Facturación Media de los últimos tres años (MEDFACT)                                                                                                              |
| Reputación                                            | Positivo                                              | - Nº de años desde su constitución (ANTIG)                                                                                                                          |
| Estructura de propiedad y control (mayor control)     | Negativo                                              | - Antigüedad del gerente al frente de la cooperativa (ANTIG_GER)<br>- Reuniones del Consejo Rector                                                                  |
| Capacidad de generar recursos internos, rentabilidad. | Positivo / Negativo                                   | - Crecimiento de la Cifra de Negocios (CRECVEN)                                                                                                                     |
| Rama de Actividad                                     | Positivo / Negativo                                   | - Pertenencia a los sectores hortofrutícola (HORTOFRU), cerealista (CEREALES), o aceitero (ACEITE), frente a la pertenencia a otros sectores de actividad agrícola. |
| Oportunidades de crecimiento futuras                  | Negativo                                              | - Previsión de apertura de nuevos mercados o nuevos productos en los próximos tres años                                                                             |
| Riesgo de la actividad empresarial                    | Negativo                                              | - Volatilidad de las ventas (VARVENT).                                                                                                                              |
| Política de retribución a los socios (mayor reparto)  | Positivo (capital social) / Negativo (deuda bancaria) | - Remuneración de las aportaciones de capital a los socios                                                                                                          |
| Naturaleza de las estrategias empresariales           |                                                       | - Orientación hacia los costes o la diferenciación                                                                                                                  |

En la cuadro 1 se sintetizan los factores enunciados anteriormente, así como el impacto esperado en el nivel de endeudamiento de la cooperativa. Cuando los argumentos de diferentes teorías conducen a contradicciones se indica que el sentido de la relación es positivo/negativo.

### 3.2. Características de trabajo de campo

A partir del Censo de Cooperativas y Sociedades Anónimas Laborales de Andalucía 1996, se obtuvo una población objetivo inicial constituida por 864 Cooperativas Agrarias Andaluzas, de las cuales se omitieron 34 (27 por ser cooperativas de segundo grado y 7 más por no reunir información suficiente para su uso). Por tanto, la población objetivo se constituyó finalmente con 830 cooperativas agrarias andaluzas. Para el desarrollo del estudio se efectuó una segmentación preliminar de la población en base al tamaño de las cooperativas (medido a través del número de socios), y al sector de actividad en el que operan. Con el fin de obtener los datos necesarios para desarrollar el estudio se elaboró un cuestionario con preguntas cerradas acerca de las distintas cuestiones objeto de estudio. Para realizar los análisis estadísticos que componen esta parte cuantitativa del estudio se ha utilizado el programa informático SPSS v.11.5.

El proceso de obtención de datos se ha desarrollado de acuerdo a las fases que se detallan a continuación. En enero de 2003 se llevó a cabo un primer envío del cuestionario a las 830 cooperativas que constituían el universo de estudio. Dado el escaso índice de respuesta obtenido, se definió una muestra de conveniencia constituida por el 25% de las cooperativas

agrarias andaluzas, con una distribución de tamaño y actividad similar a la del universo total. Se estableció contacto telefónico con las cooperativas de la muestra enviando de nuevo el cuestionario vía fax o por correo postal. Una vez completada esta fase, se procedió a ampliar la muestra sobre la que se establecían los contactos para intentar obtener la mayor representatividad tanto a nivel geográfico como de tamaño y sector de actividad. En algunos de los casos se llegó a cumplimentar el cuestionario directamente por teléfono. De esta forma se obtuvieron finalmente 66 encuestas. Con objeto de obtener un mayor número de respuestas se decidió efectuar personalmente algunas encuestas. De esta forma se consiguieron datos de otras 25 cooperativas agrarias andaluzas. Tras finalizar este proceso, se cerró definitivamente el periodo de recepción de datos en los primeros días del mes de Julio de 2003 con 90 encuestas recibidas, de las cuáles se rechazaron dos por no reunir los requisitos necesarios para su aprovechamiento en el estudio. Considerando como criterio de segmentación el tamaño y el tipo de actividad (hortofrutícola y frutos secos; cerealista; aceitera; y otras), la muestra final de 88 cooperativas se distribuye según figura en las Tablas 1 y 2<sup>3</sup>.

### 3.3. Tamaño y distribución sectorial y geográfica de la muestra

Como podemos observar, el índice de respuesta medio se ha situado ligeramente por encima del 10%, dato consistente con otros estudios empíricos sobre cooperativas, en los que la tasa de respuesta ha oscilado entre el 10% y el 20%. Respecto a las características de la muestra señalar que aunque se ha conseguido trabajar con una muestra homogénea de cooperativas según tamaño, sector de actividad y procedencia geográfica, existe cierto sesgo de la muestra en cooperativas de tamaño medio-grande, ubicadas en Jaén y pertenecientes al sector del aceite (Tabla 1, 2 y gráfico 1).

**Tabla 1. Distribución de la muestra según actividad**

| Actividad             | Población | Encuestas recibidas | % Respuesta |
|-----------------------|-----------|---------------------|-------------|
| Horto-fruti-frutsecos | 129       | 12                  | 9,30%       |
| Cereales              | 124       | 11                  | 8,87%       |
| Aceite                | 375       | 49                  | 13,07%      |

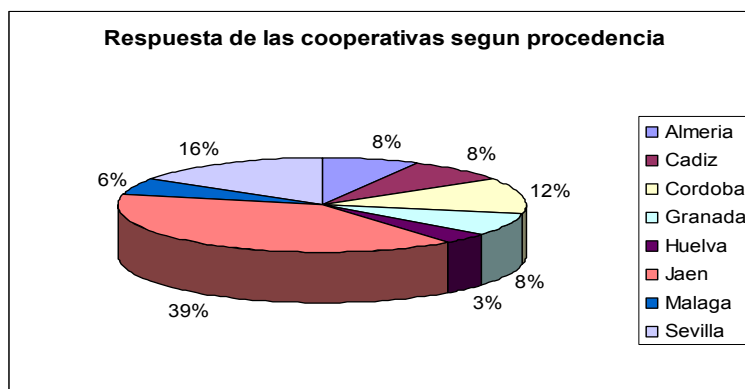
<sup>3</sup> Es necesario reseñar la importancia que en la muestra han adquirido las empresas dedicadas al sector aceitero, tanto en el universo muestral, donde representan más del 45% de las cooperativas agrarias andaluzas, como en la muestra obtenida, en la que el 55% de las encuestas obtenidas pertenecen a cooperativas de este sector.

|               |     |    |        |
|---------------|-----|----|--------|
| Otras         | 202 | 16 | 7,92%  |
| Total general | 830 | 88 | 10,60% |

**Tabla 2. Distribución de la muestra según tamaño.**

| Número de socios | Población | Encuestas recibidas | % Respuesta |
|------------------|-----------|---------------------|-------------|
| Menos de 10      | 183       | 9                   | 4,92%       |
| 11-100           | 167       | 16                  | 9,58%       |
| 101-250          | 169       | 19                  | 11,24%      |
| 251-500          | 169       | 26                  | 15,38%      |
| Más de 500       | 142       | 18                  | 12,68%      |
| Total general    | 830       | 88                  | 10,60%      |

**Gráfico 9. Respuesta de las cooperativas según procedencia.**



Además del número de socios, para medir la dimensión de las cooperativas objeto de nuestro estudio se han utilizado otros tres indicadores: i) el volumen de facturación medio de los últimos tres años, ii) el nivel de fondos propios y iii) el nivel de activos fijos medios de este mismo periodo. Para la categorización de estas variables, se ha llevado a cabo un proceso de análisis de conglomerados con el programa estadísticos SPSS v.11.5.

Los resultados obtenidos han sido redondeados para su mejor manejo y comparabilidad. De acuerdo con los resultados obtenidos, observamos que el 65% de las cooperativas agrarias andaluzas facturan al año más de un millón de €, aspecto este que se acentúa en las cooperativas aceiteras, donde más del 80% de ellas factura por encima de esta cifra. Por el lado contrario, las cooperativas dedicadas a otras actividades están eminentemente polarizadas, facturando bien altos volúmenes, o bien en mayor medida pequeñas cantidades. Respecto a la cifra de capital social y fondos de reserva comprobamos que cerca del 45% de las cooperativas de muestra estas partidas no superan los 300.000 €. Esta característica se acentúa en el caso de las cooperativas hortofrutícolas donde dicho

porcentaje se eleva hasta el 70%. Por último, si hacemos referencia al activo fijo (medio de los últimos tres años), observamos que las cooperativas andaluzas se reparten homogéneamente en esta categoría, puesto que el 30% de ellas posee activos por valor de menos de 500.000€, pero de igual manera el 30% posee más de 2.000.000€ en activos productivos (tabla 3).

**Tabla 3. Caracterización de la muestra según tamaño y actividad (2).**

|                 | FACTURACIÓN |              |             | CAPITAL SOCIAL Y FONDOS DE RESERVAS |              |           | ACTIVO FIJO |              |             |
|-----------------|-------------|--------------|-------------|-------------------------------------|--------------|-----------|-------------|--------------|-------------|
|                 | Media       | Desv. típica | Mediana     | Media                               | Desv. típica | Mediana   | Media       | Desv. típica | Mediana     |
| Total Muestra   | 3.792.178   | 7.004.869    | 1.555.667   | 768.494                             | 772.766      | 482.191   | 1.625.577   | 2.198.974    | 1.026.526   |
| Hortofrutícolas | 3.136.102 € | 5.796.245    | 861.521 €   | 639.556 €                           | 888.413      | 270.696 € | 1.033.044 € | 1.212.834    | 782.652 €   |
| Cerealistas     | 4.075.962 € | 6.533.580    | 1.083.823 € | 784.072 €                           | 1.069.178    | 216.110 € | 957.907 €   | 1.141.741    | 520.877 €   |
| Aceiteras       | 3.239.104 € | 2.868.442    | 2.300.000 € | 811.630 €                           | 644.112      | 715.481 € | 1.879.805 € | 1.474.652    | 1.333.744 € |
| Otros           | 5.718.179 € | 13.902.610   | 617.039 €   | 730.378 €                           | 896.781      | 272.391 € | 1.718.117 € | 3.936.027    | 294.069 €   |
| F (ANOVA)       | 3,92***     |              |             | 1,93*                               |              |           | 2,53**      |              |             |

\* p<0.1; \*\* p<0.05; \*\*\* p<0.01

### 3.4. Análisis de los diferentes factores determinantes.

La literatura sugiere que los rasgos específicos que caracterizan cada rama de actividad constituyen una de los principales factores que condicionan la estructura de capital de la empresa. Cabe suponer por tanto que las cooperativas pertenecientes a cada rama de actividad presenten ciertas similitudes en su estructura de pasivo y que pueden existir ciertas diferencias por sectores de actividad. En este sentido, en la Tabla 4 se puede observar que en el sector hortofrutícola es donde los recursos procedentes de socios (el capital social) tienen una mayor importancia (46%). También es el sector que hace un menor recurso al endeudamiento bancario (6%).

**Tabla 4. Factores determinantes de la estructura de capital: actividad.**

|                    | Hortofrutícolas | Cerealistas | Aceiteras | Otras |
|--------------------|-----------------|-------------|-----------|-------|
|                    | Media           | Media       | Media     | Media |
| Deuda bancaria l/p | 6,00            | 11,00       | 10,00     | 15,00 |
| Fondos propios     | 23,56           | 25,73       | 21,19     | 23,21 |
| Deuda total l/p    | 51,92           | 45,56       | 48,28     | 47,09 |
| Capital social     | 45,91           | 34,10       | 37,08     | 30,81 |

La variable tamaño constituye uno de los principales factores considerados en el estudio de los factores determinantes de la estructura de capital. Las diferentes teorías sobre la estructura de capital predicen relaciones de signo contrario respecto a la incidencia que esta dimensión puede ejercer sobre el ratio de endeudamiento. En la medida que la dimensión de la empresa constituye un indicador bastante aproximado del poder del stock de recursos y

capacidades a disposición de la empresa, cabe suponer una relación positiva de esta variable con el nivel de endeudamiento —enfoque de señales—. Por otra parte en la medida que las empresas de mayor tamaño presentan una mayor separación entre propiedad y control y, en consecuencia, mayores conflictos de agencia con origen en la relación directiva, cabe suponer un mayor recurso a la deuda como mecanismo de control (Teoría de la Agencia). Sin embargo, si consideramos que las empresas de mayor tamaño suelen generar más recursos internos vía autofinanciación, de acuerdo a la teoría del orden de preferencia cabe suponer una relación negativa entre ambas variables. Tomando en consideración la facturación media de los últimos tres años como medida de la dimensión de las cooperativas observamos en general una relación negativa de esta variable con la deuda bancaria, el capital social, y en consecuencia, el endeudamiento total (tabla 5).

**Tabla 5. Factores determinantes de la estructura de capital: tamaño.**

|                    | 0-250.000 | 250.000-500.000 | 500.000-1.000.000 | 1.000.000-2.500.000 | 2.500.000-5.000.000 | +5.000.000 |
|--------------------|-----------|-----------------|-------------------|---------------------|---------------------|------------|
|                    | Media     | Media           | Media             | Media               | Media               | Media      |
| Deuda bancaria l/p | 0,00      | 17,00           | 23,00             | 4,00                | 11,00               | 7,00       |
| Deuda total l/p    | 42,88     | 64,31           | 60,55             | 55,45               | 49,15               | 35,00      |
| Capital social     | 42,88     | 47,43           | 37,38             | 50,60               | 37,76               | 28,12      |
| Fondos propios     | 52,13     | 15,82           | 18,53             | 19,86               | 19,30               | 26,59      |

Aunque la reputación no constituye un factor contrastado con frecuencia en los diversos trabajos empíricos sobre los factores determinantes de la estructura de capital, en general, los diversos trabajos empíricos que introducen esta variable consideran la existencia de una relación positiva entre este factor y el ratio de endeudamiento. La reputación de la cooperativa alcanzada a través de la observación por parte de los distintos grupos con intereses en la empresa —*stakeholders*— de una larga trayectoria de gestión eficaz constituye un activo de gran valor que le puede permitir acceder a fuentes de recursos financieros en mejores condiciones (Diamon, 1989; Boedo y Calvo, 1997). Cabe pues para el caso concreto de la presente investigación una relación positiva entre dicha variable y las distintas variables representativas del nivel de endeudamiento —endeudamiento de socios, bancario y total—. Los resultados obtenidos para la muestra de cooperativas agrarias no confirman la relación propuesta, siendo las empresas más jóvenes las que en general presentan mayores niveles de endeudamiento bancario y capital social tabla 6.

**Tabla 6. Factores determinantes de la estructura de capital: antigüedad (años).**

|                    | 0-4   | 5-9   | 10-14 | 15-19 | 20-24 | 25-29 | 30-34 | 35-39 | 40-44 | 45-49 | +50   |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                    | Media | Media | Media | Media | Media | Media | Media | Media | Media | Media | Media |
| Deuda bancaria l/p | 75,00 | 4,00  | 4,00  | 13,00 | 9,00  | 1,00  | 4,00  | 18,00 | 13,00 | 7,00  | 4,00  |
| Deuda total l/p    | 82,43 | 55,18 | 49,48 | 49,80 | 29,03 | 47,92 | 37,00 | 59,97 | 39,55 | 61,57 | 39,88 |
| Capital social     | 7,43  | 51,00 | 45,23 | 35,21 | 20,00 | 46,67 | 33,50 | 41,68 | 25,73 | 54,05 | 36,30 |
| Fondos propios     | 7,58  | 16,39 | 22,52 | 28,76 | 22,60 | 22,33 | 19,00 | 24,36 | 15,35 | 24,70 | 28,96 |

**Tabla 7. Factores determinantes de la estructura de capital: antigüedad del gerente.**

|                    | No hay gerente | 1-5 años | 6-10 años | 11-15 años | 16-20 años | 21-25 años | + 26 años |
|--------------------|----------------|----------|-----------|------------|------------|------------|-----------|
|                    | Media          | Media    | Media     | Media      | Media      | Media      | Media     |
| Deuda bancaria l/p | 13,00          | 14,00    | 6,00      | 3,00       | 7,00       | 8,00       | 1,00      |
| Capital social     | 41,55          | 36,57    | 31,43     | 29,18      | 27,07      | 20,73      | 28,56     |
| Deuda total l/p    | 55,18          | 50,29    | 37,11     | 32,85      | 35,74      | 28,91      | 29,13     |
| Fondos propios     | 19,32          | 19,99    | 19,15     | 41,88      | 26,60      | 9,73       | 46,63     |

**Tabla 8. Factores determinantes de la estructura de capital: reuniones Consejo Rector.**

|                    | 0-12 reuniones | 13-24 reuniones | 25-36 reuniones | 37-48 reuniones | +49 reuniones |
|--------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|
|                    | Media          | Media           | Media           | Media           | Media         |
| Deuda bancaria l/p | 12,00          | 14,00           | 2,00            | 7,00            | 0,00          |
| Deuda total l/p    | 52,91          | 46,59           | 31,72           | 31,35           | 63,11         |
| Capital social     | 39,48          | 33,07           | 30,00           | 24,07           | 62,86         |
| Fondos propios     | 23,10          | 22,44           | 17,42           | 23,30           | 21,64         |

Como variables representativas de la estructura de propiedad y control de las cooperativas se han considerado dos variables: de un lado, la existencia de gerente y su antigüedad en el puesto, y de otro lado, el número de reuniones de consejo rector. De acuerdo con el enfoque de agencia y señales, la posibilidad de ejercer un mayor control de los propietarios de la función directa, explicaría un menor recurso al endeudamiento como mecanismos de control. En consecuencia, cuando mayor sea la especialización de las funciones entre propiedad y control, mayor será el nivel de conflictos de agencia y mayor será el recurso al endeudamiento. La extrapolación de esta variable al caso de la cooperativa presenta ciertas peculiaridades teniendo en cuenta si nos referimos bien a deuda con socios o bien con terceros no socios. En el caso del endeudamiento bancario cabe suponer el mismo signo en la relación —a mayor control por parte de la propiedad menor nivel de deuda—. En el caso del capital social resulta difícil proponer dicha relación, dado que de acuerdo al principio de participación democrática el poder de decisión y, por ende, el control es independiente del factor capital —una persona un voto—. Por tanto, cabe suponer que la existencia de gerente

guarde una relación positiva con el nivel de endeudamiento bancario, mientras que el número de reuniones del Consejo Rector como medida del control de los socios de la función directa del gerente guarde una relación negativa con el nivel de endeudamiento bancario. Las Tablas 7 y 8 nos muestran los valores que toman las distintas variables representativas de la estructura de capital en función de la existencia de gerente, los años en el puesto, y el número de reuniones del Consejo Rector. Los resultados obtenidos muestran que aquellas cooperativas en las que el Consejo ejerce un mayor control sobre la dirección —número de reuniones del Consejo— suelen tener un menor nivel de endeudamiento. También se observa que las cooperativas que no disponen de gerente, o este lleva pocos años en el puesto, presentan mayores niveles de deuda, lo que sugiere que la relación propuesta en el caso de las cooperativas analizadas se produce en sentido contrario.

**Tabla 9. Factores determinantes de la estructura de capital: política retribución del capital**

|                    | No    | Si    |
|--------------------|-------|-------|
|                    | Media | Media |
| Deuda bancaria l/p | 11,00 | 8,00  |
| Deuda total l/p    | 48,45 | 48,13 |
| Capital social     | 36,73 | 38,58 |
| Fondos propios     | 20,11 | 36,65 |

En el contexto de las sociedades de capital el establecimiento de una política de retribución del capital vía dividendos presenta una relación negativa con el nivel de endeudamiento. El establecimiento de una política de dividendos elevada reduce los conflictos entre dirección y propiedad al reducir los recursos de libre disposición, siendo necesario un menor recurso al endeudamiento como mecanismos de control. En el contexto de las sociedades cooperativas esta relación negativa entre las variables no es tan clara como consecuencia de la naturaleza de las partidas que integran el pasivo exigible en este tipo de sociedades. Mientras que en el caso de la deuda bancaria a largo plazo podemos suponer que la relación también fuese negativa, por el contrario en el caso de las aportaciones al capital social cabe suponer que la relación fuese positiva. En principio, el establecimiento de una política de retribución al capital debería incentivar la entrada de nuevos socios. Para el caso de la deuda bancaria a largo plazo, el análisis de los resultados permite confirmar la relación

establecida ya que la importancia de esta fuente de financiación es mayor en las cooperativas que no retribuyen al capital. Por el contrario, en el caso de las aportaciones al capital social el análisis de los resultados sugiere la relación en sentido contrario. En cualquier caso, el análisis descriptivo nos indica que el 84,52% de las cooperativas no retribuyen el capital aportado por los socios, por lo que cabe suponer que la incidencia de esta variable en la captación de recursos de socios sea limitada (Tabla 9).

**Tabla 10. Factores determinantes de la estructura de capital: estrategia de diferenciación.**

|                    | Cooperativas de alto nivel de diferenciación | Cooperativas indecisas | Cooperativas de bajo nivel de diferenciación |
|--------------------|----------------------------------------------|------------------------|----------------------------------------------|
|                    | Media                                        | Media                  | Media                                        |
| Deuda bancaria l/p | 9,00                                         | 10,00                  | 13,00                                        |
| Deuda total l/p    | 43,70                                        | 47,30                  | 52,72                                        |
| Capital social     | 34,98                                        | 37,54                  | 38,71                                        |
| Fondos propios     | 23,52                                        | 22,73                  | 21,35                                        |

En general la literatura considera la existencia de una relación positiva entre la estrategia de diferenciación seguida por la empresa y el nivel de endeudamiento cuando la empresa se basa en una estrategia de liderazgo (Jordan *et al*; 1998; Lowe *et al*, 1994.; Grinblatt y Titman, 2003). Las estrategias de liderazgo ofrecen una imagen de control sobre el mercado y de buena organización empresarial. La posición competitiva dominante de la cooperativa frente a sus competidores permitiría incrementar el nivel de deuda con origen tanto en socios como de terceros no socios. Sin embargo, en la medida que dicha estrategia de diferenciación se base en el desarrollo de estrategias de innovación que impliquen un mayor riesgo cabría esperar una relación negativa entre ambas variables, dada las mayor incertidumbre y riesgo derivado de las oportunidades de crecimiento e importancia de los intangibles. Las cooperativas que introducen innovaciones constantes en sus productos o en sus procesos ofrecen cierta imagen de riesgo a los prestamistas potenciales. Los resultados obtenidos para la muestra de cooperativas analizadas parece conformar esta segunda relación en la medida que las cooperativas calificadas de “alto nivel de diferenciación” tienen un menor nivel de deuda bancaria y no bancaria (Tabla 10).

Las oportunidades de crecimiento futuro constituyen una de las variables tradicionalmente utilizadas en la literatura sobre la estructura de capital. La consideración de esta variable aporta información sobre las expectativas de beneficios futuras de la cooperativa, si bien

también en cierta medida nos informa en que medida la empresa apoya su crecimiento en intangibles, pudiendo constituir en este sentido un indicador aproximado del nivel de riesgo que asume la empresa. De acuerdo a este razonamiento cabe esperar una relación negativa entre esta variable con el ratio de endeudamiento. El análisis de los resultados obtenidos en la Tabla 11 parece confirmar dicha relación. Así, tanto el nivel de deuda bancaria a largo plazo como el nivel de deuda total, tomando en consideración tanto el capital social como la deuda bancaria, toma valores más pequeños en cooperativas de alto crecimiento potencial, en las que el nivel de incertidumbre e intangibilidad es superior.

**Tabla 11. Factores determinantes de la estructura de capital: oportunidad de crecimiento.**

|                    | Cooperativas con potencial de crecimiento futuro | Cooperativas con potencial incierto | Cooperativas sin potencial de crecimiento futuro |
|--------------------|--------------------------------------------------|-------------------------------------|--------------------------------------------------|
|                    | Media                                            | Media                               | Media                                            |
| Deuda bancaria l/p | 10,00                                            | 8,00                                | 13,00                                            |
| Deuda total l/p    | 42,60                                            | 50,93                               | 56,54                                            |
| Capital social     | 32,37                                            | 42,24                               | 42,07                                            |
| Fondos propios     | 21,84                                            | 19,09                               | 22,06                                            |

Las diferentes teorías sobre la estructura de capital predicen relaciones de signo contrario respecto a la incidencia de la capacidad de generar recursos internos (rentabilidad) sobre el ratio de endeudamiento. La Teoría del orden de preferencia predice una relación negativa en la medida que un incremento de rentabilidad aumenta las posibilidades de autofinanciación de la cooperativa, provocando de este modo una menor necesidad de recurrir al endeudamiento tanto de socios como de terceros no socios. Por el contrario, la teoría de señales proporciona la hipótesis contraria, ya que una rentabilidad elevada puede ser considerada por el mercado como una señal de la capacidad de gestión de la cooperativa y, en consecuencia, aumentar su credibilidad y capacidad de endeudamiento. Para analizar la incidencia de este factor en la estructura de capital se ha dividido la muestra en dos grupos. El primero agrupa a las cooperativas agrarias que presentan un crecimiento de la cifra de ventas por debajo de la media general de su sector de actividad. La otra agrupación es la que presenta un crecimiento por encima. Los resultados obtenidos a partir de la muestra de cooperativas analizadas nos indican que las cooperativas más endeudadas tanto con socios como con terceros no socios son aquellas que presentan niveles de crecimiento de las

ventas por debajo de la media. Este resultado proporciona apoyo a la relación sugerida por la Teoría del orden de preferencia.

**Tabla 12. Factores determinantes de la estructura de capital: rentabilidad (crecimiento de las ventas).**

|                    | Por debajo media del sector | Por encima media sector |
|--------------------|-----------------------------|-------------------------|
|                    | Media                       | Media                   |
| Deuda bancaria l/p | 8,00                        | 4,00                    |
| Capital social     | 45,44                       | 39,27                   |
| Deuda total l/p    | 53,56                       | 43,29                   |
| Fondos propios     | 23,12                       | 21,21                   |

A efectos de nuestro análisis, la variabilidad de las ventas nos permite medir el riesgo e incertidumbre que rodea la actividad desarrollada por la cooperativa. La literatura suele establecer una relación negativa entre esta variable y el nivel de endeudamiento de empresa. Tanto los socios como los potenciales suministradores de recursos financieros no socios serán más reacios a financiar la cooperativa en la medida que perciban mayores niveles de riesgo. Para analizar la incidencia de este factor en la estructura de capital se ha dividido la muestra en dos grupos. El primero agrupa a las cooperativas agrarias que presentan una variabilidad de la cifra de ventas por debajo de la media general de su sector de actividad. La otra agrupación es la que presenta una variabilidad por encima. En la Tabla 13 se presentan las medias de las variables correspondientes a la estructura de capital en cada uno de los grupos. El análisis de los datos obtenidos a partir de las cooperativas de la muestra parece confirmar dicha relación si tomamos como medida del ratio de endeudamiento la suma de los capitales aportados por los socios y la deuda bancaria largo. No obstante, a un nivel más desagregado la relación esperada tan sólo se confirma para el capital social aportado por socios. Así, el colectivo de cooperativas con una variabilidad de la cifra de ventas por debajo de la media son las que presentan mayores niveles de capital social.

**Tabla 13. Factores determinantes de la estructura de capital: variabilidad ventas.**

|                    | Por debajo de la media del sector | Por encima de la media del sector |
|--------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|
|                    | Media                             | Media                             |
| Deuda bancaria l/p | 7,00                              | 11,00                             |
| Capital social     | 48,97                             | 30,64                             |
| Deuda total l/p    | 57,16                             | 41,67                             |
| Fondos propios     | 22,24                             | 24,25                             |

### 3.5. Análisis conjunto.

Para comprobar el efecto conjunto de los diferentes factores sobre la estructura de capital de las cooperativas, se llevaron a cabo varias regresiones jerárquicas. En cada caso se utilizó como variable dependiente un indicador representativo de la estructura de capital, y como variables independientes, los indicadores correspondientes a los distintos factores identificados.

Cuando se utiliza el porcentaje de endeudamiento bancario a largo plazo como variable dependiente, los resultados obtenidos son los que se recogen en la Tabla 14.

Las estimaciones correspondientes al paso 1 y el paso 2 reflejan que no son significativas las variables correspondientes al factor de sector de actividad y al factor de tamaño. En el paso 3, se muestra que la incidencia de la reputación (antigüedad) sobre el nivel de endeudamiento a largo plazo es negativa. Esta relación es la contraria a la sugerida en la revisión teórica de este trabajo. En el paso 5 se comprueba que el efecto de la reputación sobre el nivel de endeudamiento deja de ser significativo, ya que su efecto queda recogido por otras dos variables introducidas en el análisis: la antigüedad del gerente y la rentabilidad. En el primer caso, se constata que las cooperativas que no tienen gerente disponen de un mayor nivel de endeudamiento, y que el efecto de la experiencia en la cooperativa del gerente sobre este nivel es negativo (las cooperativas que disponen de gerentes con más años trabajando en ellas tienen un menor nivel de endeudamiento a largo plazo). En el segundo caso, y de una forma que se mantiene constante en los pasos sucesivos, se muestra que las cooperativas con mayor rentabilidad están más endeudadas a largo plazo con financiación bancaria. Este resultado proporciona apoyo a la teoría de señales, indicando que las cooperativas más rentables acceden con mayor facilidad a la financiación bancaria a largo plazo. Los pasos 7 a 9 no recogen cambios relevantes en la significación de las variables. Por tanto, no existe un efecto significativo del riesgo, la política de retribución a los socios y la estrategia sobre el nivel de endeudamiento bancario a largo plazo.

**Tabla 14. Resultados de la regresión. Variable dependiente: endeudamiento bancario a l/p.**

| Variable                 | Paso 1 | Paso 2 | Paso 3   | Paso 4   | Paso 5   | Paso 6  | Paso 7  | Paso 8  | Paso 9  |
|--------------------------|--------|--------|----------|----------|----------|---------|---------|---------|---------|
| Término independiente    | 7,22   | 8,73   | 20,56*** | 22,07*** | 13,27*** | 11,94** | 12,16** | 12,00** | 13,60*  |
| Hortofrutícola           | -2,83  | -3,56  | -8,07    | -8,40    | -5,42    | -5,57   | -5,02   | -6,87   | -7,04   |
| Cerealista               | 8,57   | 7,90   | 12,48    | 12,21    | 9,07     | 9,09    | 9,23    | 9,29    | 9,20    |
| Aceite                   | 1,04   | 0,14   | 7,34     | 6,83     | -1,86    | -1,94   | -1,28   | -1,98   | -2,29   |
| Tamaño                   |        | 0,00   | 0,00     | 0,00     | 0,00     | 0,00    | 0,00    | 0,00    | 0,00    |
| Reputación               |        |        | -2,37*** | -2,25*** | -0,55    | -0,53   | -0,53   | -0,56   | -0,56   |
| Reuniones CR             |        |        |          | -0,06    | -0,04    | -0,04   | -0,04   | -0,04   | -0,04   |
| Antigüedad gerente       |        |        |          | -0,31    | -0,43**  | -0,43*  | -0,43*  | -0,42*  | -0,42*  |
| Rentabilidad             |        |        |          |          | 0,61***  | 0,62*** | 0,62*** | 0,62*** | 0,63*** |
| Oport. de crecimiento    |        |        |          |          |          | 0,27    | 0,21    | 0,23    | 0,19    |
| Riesgo                   |        |        |          |          |          |         | 0,00    | 0,00    | 0,00    |
| Política retrib. Socios  |        |        |          |          |          |         |         | 3,15    | 3,92    |
| Estrategia               |        |        |          |          |          |         |         |         | -0,44   |
| R <sup>2</sup>           | 0,04   | 0,05   | 0,25*    | 0,27     | 0,73***  | 0,73*** | 0,74*** | 0,74*** | 0,74*** |
| R <sup>2</sup> corregido | -0,04  | -0,06  | 0,14     | 0,12     | 0,67     | 0,66    | 0,65    | 0,64    | 0,63    |

\*\*\* p < 0,01    \*\* p < 0,05    \* p < 0,10

La Tabla 15 sintetiza los resultados de la regresión cuando se considera la variable dependiente de endeudamiento total a largo plazo (incluyendo el capital social y la financiación bancaria a largo plazo).

**Tabla 15. Resultados de la regresión. Variable dependiente: endeudamiento total a l/p.**

| Variable                 | Paso 1   | Paso 2   | Paso 3   | Paso 4   | Paso 5   | Paso 6   | Paso 7   | Paso 8   | Paso 9  |
|--------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|---------|
| Término independiente    | 43,49*** | 55,94*** | 62,00*** | 64,03*** | 60,53*** | 51,60*** | 52,72*** | 52,97*** | 42,61*  |
| Hortofrutícola           | 6,25     | -0,77    | -3,20    | -9,17    | -7,83    | -8,86    | -4,35    | -3,60    | -2,31   |
| Cerealista               | 24,69    | 18,16    | 20,23    | 19,25    | 18,28    | 18,03    | 19,36    | 19,37    | 20,42   |
| Aceite                   | 6,27     | -1,76    | 1,41     | -4,91    | -7,86    | -8,55    | -3,29    | -2,99    | -0,90   |
| Tamaño                   |          | -0,00**  | -0,00**  | -0,00**  | -0,00**  | -0,00**  | -0,00    | -0,00    | -0,00   |
| Reputación               |          |          | -1,18    | -1,34    | -0,70    | -0,41    | -0,41    | -0,41    | -0,28   |
| Reuniones CR             |          |          |          | 0,49*    | 0,49*    | 0,48*    | 0,46*    | 0,46     | 0,49*   |
| Antigüedad gerente       |          |          |          | -1,28**  | -1,33**  | -1,33**  | -1,37**  | -1,38**  | -1,37** |
| Rentabilidad             |          |          |          |          | 0,22     | 0,29     | 0,26     | 0,26     | 0,21    |
| Oport. De crecimiento    |          |          |          |          |          | 1,81     | 1,34     | 1,30     | 1,65    |
| Riesgo                   |          |          |          |          |          |          | 0,00     | 0,00     | 0,00    |
| Política retrib. Socios  |          |          |          |          |          |          |          | -1,32    | -4,23   |
| Estrategia               |          |          |          |          |          |          |          |          | 2,33    |
| R <sup>2</sup>           | 0,05     | 0,19     | 0,20     | 0,34*    | 0,35*    | 0,37*    | 0,40*    | 0,40     | 0,41    |
| R <sup>2</sup> corregido | -0,03    | 0,09     | 0,08     | 0,19     | 0,18     | 0,17     | 0,18     | 0,15     | 0,14    |

\*\*\* p < 0,01    \*\* p < 0,05    \* p < 0,10

Las estimaciones realizadas en el paso 1 muestran que el factor sector de actividad no tiene un efecto significativo sobre el nivel de endeudamiento total. En el paso 2, cuando se introduce la variable representativa del tamaño, el coeficiente de la misma es positivo y estadísticamente significativo. Por tanto, las cooperativas más grandes tienen un menor

nivel de endeudamiento total. Este resultado no proporciona apoyo a los argumentos que señalan que el tamaño empresarial constituye un indicador aproximado del stock de recursos y capacidades de la empresa, de su poder de mercado y del valor de garantía de sus activos frente a terceros. Así, las cooperativas más grandes no están necesariamente en mayor disposición de recabar fondos ajenos tanto de los socios como de las entidades financieras. La estimación de los coeficientes en el paso 3 señala que la reputación (antigüedad) no tiene un efecto significativo sobre la variable dependiente. Sin embargo, las dos variables introducidas en el paso 4 son estadísticamente significativas. Por un lado, las cooperativas que realizan más reuniones del Consejo Rector presentan un mayor nivel de endeudamiento total. Esto se debe a que las empresas que se sitúan en el tramo superior en cuanto al número de reuniones tienen un mayor endeudamiento. Esto no es necesariamente cierto para las cooperativas situadas en una posición intermedia, en las que el endeudamiento total disminuye conforme aumenta el número de reuniones. Por otro lado, las cooperativas que no disponen de gerente presentan un mayor nivel de endeudamiento, y las que si lo tienen presentan un menor nivel conforme la experiencia del mismo en la cooperativa aumenta. Este resultado proporciona un indicio de que la experiencia en el puesto de gerente eleva el nivel de confianza con los socios, de manera que la deuda no se utiliza como instrumento de control. Los pasos 5 a 9 no introducen algún coeficiente significativo en la ecuación de regresión. Por tanto, se muestra que la rentabilidad, las oportunidades de crecimiento, el riesgo, la política de retribución de los socios y la estrategia no tienen un efecto estadísticamente significativo añadido a los ya comentados.

#### **4.- Conclusiones**

Las conclusiones más relevantes en este apartado son las siguientes:

1.- Los principales determinantes del endeudamiento bancario a largo plazo, incluyendo la reputación, la antigüedad del gerente en su puesto y la rentabilidad. Las cooperativas con mayor antigüedad en el mercado y que son dirigidas por un gerente con más experiencia dentro de la entidad soportan un menor nivel de endeudamiento bancario a largo plazo. Por otro lado, las entidades que han obtenido una mayor rentabilidad también presentan un

mayor nivel de endeudamiento bancario a largo plazo. Estos resultados derivan en algunas cuestiones relevantes. En primer lugar, puesto que existe una relación significativa entre tamaño y reputación (medida por la antigüedad), puede deducirse que la relación negativa entre el segundo factor y el endeudamiento bancario viene explicado por la mayor disponibilidad de financiación procedente de aportaciones al capital social por parte de los socios y de fondos de reserva en las entidades más grandes y antiguas. De esta forma, la financiación bancaria es menos necesaria. Esto también implica que las cooperativas con menor antigüedad en el mercado (reputación), soportan un mayor racionamiento del crédito, cuando es precisamente en las etapas iniciales de creación y puesta en marcha cuando más lo necesitan. En segundo lugar, las empresas más rentables, disponen de una mayor proporción de endeudamiento bancario a largo plazo, porque ofrecen mayor garantía a las entidades financieras. Esto también revela que las cooperativas con menor tasa de crecimiento, se ven obligadas a financiarse fundamentalmente con recursos de socios.

2.- Entre los principales determinantes del porcentaje de endeudamiento total, incluyendo el capital propio, se incluyen el tamaño, la antigüedad del gerente y el número de reuniones del consejo rector. Estos resultados también permiten inferir algunas implicaciones relevantes. El mayor tamaño favorece la ampliación de las posibilidades de financiación, utilizando fuentes alternativas a la deuda bancaria y al capital social. En este sentido, el tamaño suele guardar una relación directa con la capacidad de autofinanciación de las empresas. Las cooperativas que no tienen gerente o las que tienen uno con escasa experiencia presentan un mayor nivel de endeudamiento. En este sentido la antigüedad en la gestión se traduce, al igual que en el punto anterior, en la posibilidad de acceder a fuentes de financiación alternativa. En la misma dirección, la existencia de una relación duradera entre el gerente y los socios eleva el nivel de confianza, reduciéndose los conflictos de agencia y la necesidad de recurrir a la deuda como mecanismo de control. El control ejercido por el Consejo Rector juega un papel importante en la determinación de la estructura más adecuada de financiación. Las cooperativas en las que las aportaciones de

los socios representan una mayor proporción son controladas con mayor probabilidad mediante un número más elevado de reuniones de los socios.

## **BIBLIOGRAFÍA**

AZOFRA, V. Y FERNÁNDEZ, A.I. Las finanzas empresariales 40 años después de las proposiciones de Modigliani y Miller: teorías y realidades. Papeles de Economía Española, 1999, nº 78 y 79, pp. 122-144.

BEL DURÁN, P. Y FERNÁNDEZ. J. La financiación propia y ajena en las sociedades cooperativas. Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa, 2002, nº 42, pp. 101-130.

BOEDO, L. Y CALVO, R. Un modelo de síntesis de los factores que determinan la estructura de capital óptima de las Pymes. Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa, 1997, nº 6, vol. 1, pp. 107-23.

BRADLEY, M.; JARREL, G.A.; KIM, H.E. On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence. Journal of Finance, 1984, nº 3, pp. 857-878.

CARRASCO, M. La nueva estructura de fondos propios para las cooperativas agroalimentarias. Consejería de Trabajo de la Junta de Andalucía, 1993, Huelva (España).

CHEN, A. AND KIM, E. Theories of corporate debt policy: a synthesis. Journal of Finance, 1979, nº 34. pp. 371-384.

CONSTAND, R.L.; OSTERYOUNG, J.S.; NAST, D.A. Asset based financing and the determinants of capital structure in the small firms, en R. Yazdipour (eds.): "Advances in small business finance and monetary policy studies", 1997, pp. 29-45.

DIAMOND, D. Reputation acquisition in debt markets, Journal of Political Economy, 1989, nº 97, pp. 828-861.

- GARCÍA-GUTIÉRREZ, C. La estructura financiera de la sociedad cooperativa y su valoración, en J. Moyano: "La sociedad cooperativa: un análisis de sus características societarias y empresariales", 2001, Universidad de Jaén.
- HERNÁNDEZ, F. ¿Son competitivas las cooperativas agrarias?, Revista de Economía Pública Social y Cooperativa, 1995, nº 18, pp. 11-24.
- JEANTET, T. La Economía Social Europea o la tentación de la democracia en todas las cosas, CIRIEC-España, 1999, Valencia.
- JENSEN, M. AND MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure, Journal of Financial Economics, 1976, nº 3, pp. 305-360.
- JORDAN, J; LOWE, J.; TAYLOR, P. Strategy and Financial Policy in UK Small Firms", Journal of Business Finance and Accounting, January/March, 1998, pp. 1-27.
- LOWE, A.; NAUGHTON, A.; TAYLOR, P. The impact of corporate strategy on the capital structure of Australian companies. Proceeding of the 50<sup>th</sup> National Small Business Conference, 1994, pp. 175-190.
- MEDINA, U.; CORREA, A.; GONZÁLEZ, A Posición financiera de las entidades de Economía Social de Canarias. Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa, 2000, nº 36, pp. 5-52.
- MODIGLIANI, M. AND MILLER, M.H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. American Economic Review, 1958, nº 68, vol. 3, pp. 261-293.
- MYERS, S.C. The Capital Structure Puzzle", The Journal of Finance, July, 1984, pp. 575-92.
- MYERS, S.C. AND MAJLUF, N. Corporate finance and investment decisions when firms have information that investors don't have. Journal of Financial Economics, 1984, nº 13, pp.187-221.
- ROSS, S. The determination of financial structure: the incentive signalling approach. Bell Journal of Economic, 1977, nº 8, pp. 23-40.