

LA IDENTIFICACIÓN DE CONGLOMERADOS EN EL SECTOR HOTELERO ESPAÑOL A PARTIR DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA

*María Jesús Such Devesa**
Universidad de Alcalá

*Laura Parte Esteban***
Universidad Nacional de Educación a Distancia

RESUMEN

La primacía de la financiación de carácter intermediado en España frente a alternativas de predominio de la financiación directa a través de los mercados, ha configurado un panorama en el que el protagonismo de la financiación de origen bancario ha sido una realidad generalizable al conjunto de los sectores económicos y por tanto, de la que el sector turístico no constituye una excepción.

En este trabajo se lleva a cabo, en primer lugar, una revisión de estudios teóricos y empíricos acerca de los determinantes de la estructura financiera de las empresas, en particular las hoteleras y, en segundo lugar, se identifican empíricamente los factores que determinan la estructura financiera de las empresas hoteleras españolas.

La evidencia obtenida apunta a que la estructura financiera de las empresas identificadas como líderes puede ser tomada como referencia para el conjunto de empresas del sector, en particular en el ámbito de las internacionalizadas.

Una parte de los grupos que conforman la muestra objeto de estudio parecen apuntar hacia un comportamiento de seguidor de ese núcleo central confirmando la tendencia hacia la configuración de un sector hotelero consolidado y caracterizado por la competencia oligopolista.

Fecha de recepción: 14 de enero de 2007

Fecha de aceptación: 28 de abril de 2008

* Departamento de Estadística, Estructura Económica y Organización Económica Internacional. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad de Alcalá. Antiguo Colegio de Mínimos. Plaza de la Victoria, 2. 28802 Alcalá de Henares. MADRID (España). E-mail: mjesus.such@uah.es

** Departamento de Economía de la Empresa y Contabilidad. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad Nacional de Educación a Distancia. Paseo Senda del Rey, 11. 28040 MADRID (España). E-mail: lparte@cee.uned.es

Palabras clave: decisiones de financiación, endeudamiento, investigación empírica, sector hotelero, cluster.

Identifying clusters in the Spanish sector by analysing the financial structure of the hotel industry

ABSTRACT

The importance of financing sources like banks is a reality affecting all Spanish economic activities so hotel industry is not an exception in this framework. This study reviews first the main theoretical and empirical studies concerning the financial structure determinants of companies, particularly in hotel industry. Second, we empirically select factors that determine financial structure on Spanish hotel industry. This is useful to identify a few leaders whose financial structure gives indications to the other to reply it.

We have defined the financial structure of the companies who are the object of this study based on a wide set of financial ratios grouped by means of a factorial analysis. Data retrieved identifies communalities amongst liquidity ratios, structure, size, growth and profitability. Trying to identify some clusters among the companies that are presenting consolidated financial information, nowadays it can be asserted that the leaders financial structure have some influence within the hotel sector, particularly with internationalised businesses.

Key words: financing decisions, indebtedness, empirical research, hotel industry, clusters.

1. INTRODUCCIÓN

El sector turístico español ha experimentado un espectacular desarrollo a lo largo del siglo XX, de especial intensidad en la segunda mitad del mismo, realidad que contrasta con la relativa escasez de estudios dedicados al sector más importante en la economía española, particularmente los referidos a aspectos financieros. El esquema general de relaciones entre el sistema financiero y las actividades productivas en el que se han desarrollado las empresas del sector hostelero en España ha ejercido un protagonismo esencial en la configuración de la estructura financiera de las empresas del sector.

El sector se desarrolla en un marco de carácter aperturista y de globalización de las relaciones económicas que facilita los movimientos del capital financiero, con menos restricciones que antaño y que ha favorecido la financiación internacional de la actividad hostelera, atraída por la elevada rentabilidad, impulsando su dinamismo. El sector hotelero ha contribuido a la internacionalización de la economía española, si bien, pese al avance experimentado en los últimos años, todavía queda mucho camino por recorrer.

El sector hotelero español ha apostado tradicionalmente por un modelo pasivo de internacionalización, más orientado hacia la atracción de capitales foráneos, básicamente firmar acuerdos con los principales tour operadores europeos con intención de reforzar su posición competitiva en el mercado nacional. En épocas más recientes, los tour operadores han acompañado a las hoteleras españolas en la penetración en nuevos mercados,

fundamentalmente en aquellos en los que el objeto de la actuación se basa en el turismo vacacional.

En este trabajo, en primer lugar, se repasan las diferentes aportaciones teóricas y empíricas acerca de los determinantes de la estructura financiera de las empresas, en particular las hoteleras españolas, teniendo en cuenta el gran interés que despiertan estas vías de investigación y las escasas aportaciones existentes en la literatura referentes al caso español. En segundo lugar, se ha llevado a cabo un estudio empírico que nos permite identificar patrones de comportamiento comunes en función de la estructura financiera de las empresas hoteleras españolas. Para ello, se ha planteado un análisis factorial por componentes principales y un análisis cluster. Sin embargo, las pretensiones han sido modestas, dadas las dificultades que entraña la obtención de información fiable sobre las empresas del sector.

2. FUNDAMENTOS TEÓRICOS

2.1. Marco teórico

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

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

Las deudas y el capital propio pueden tener la consideración de títulos representativos de diferentes derechos contingentes sobre los flujos de caja futuros de la empresa. En la literatura destacan tres aspectos de las contingencias específicas de cada fuente de financiación, que actúan como determinantes de la estructura financiera óptima. A saber, los impuestos, los costes de bancarrota y los problemas de agencia. En relación con esto último, Jensen and Meckling (1976) sostuvieron la tesis de que la estructura de capital óptima de cada empresa depende del valor de la deuda que mitiga el conflicto habitual entre propietarios y gerentes. Por su parte, Kraus and Litzenberger (1973) centraron su atención en la deuda excesiva y los potenciales costes de bancarrota vinculados a dicha situación.

La teoría de la jerarquía financiera, planteada por Myers (1984) y Myers y Majluf (1984), apunta la idea de la preferencia jerárquica de las empresas sobre las distintas fuentes de financiación. Las empresas prefieren los fondos propios internos (autofinanciación) a los fondos externos; después prefieren el endeudamiento bancario; si se ven forzadas, por último, a recurrir a los mercados directos, van a preferir emitir títulos de renta fija a recurrir a la emisión de renta variable.

2.2. Estudios empíricos existentes

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

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

Asimismo, Sheel (1994) dispuso de una muestra pequeña para valorar el comportamiento en términos de apalancamiento de las empresas hoteleras y manufactureras, para concluir que factores como la volatilidad de los beneficios, la rentabilidad, el inmovilizado y el marco fiscal resultaban significativos para explicar cambios en el comportamiento empresarial a la hora de endeudarse¹. A pesar de ello, el autor sugirió incorporar más variables específicas del sector para estudiar el comportamiento de las hoteleras.

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

Ya que para todas las empresas de un mismo sector industrial los determinantes teóricos de la estructura de capital óptima suelen tener valores similares, cabe esperar que su estructura financiera sea parecida. Así, Saá (1991) argumenta que las entidades pertenecientes a los sectores eléctrico y siderúrgico en la mayoría de los países poseen un elevado grado de endeudamiento debido a la poca volatilidad de sus resultados y al fuerte

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

peso en el activo del balance del inmovilizado. Sin embargo, sectores como los servicios o las empresas de tecnología, se encuentran mucho menos endeudados debido a la elevada incertidumbre sobre sus resultados futuros, a los importantes costes de bancarrota asociados a la alta especificidad de sus instalaciones y al elevado porcentaje de su valor intangible. En cuanto a los bajos ratios de endeudamiento de este tipo de empresas, Brealey y Myers (1998) opinan en el mismo sentido, incidiendo en la idea de que muchas de las empresas que componen estos sectores están muy necesitadas de capitales externos.

Inicialmente, la aspiración de este estudio empírico podría haber sido sensiblemente diferente y, en línea con trabajos como los de Kim (1997) para el sector de restauración en Estados Unidos; Melle (2001) en relación con las características diferenciales entre PYME y grandes compañías españolas y Saá (1991; 1996) sobre tipología de fuentes de financiación de las empresas españolas, se habría tratado de identificar para un grupo de empresas los determinantes de su estructura de capital en términos de autofinanciación, endeudamiento con entidades financieras, emisión de títulos de renta fija o emisión de acciones. Pero la población de la que nos ocupamos en este trabajo plantea el problema de la escasez de alternativas financieras sobre las que apoyar el contraste de la elección entre dichas fuentes de financiación.

3. ANÁLISIS EMPÍRICO

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

Sin embargo, Saá (1991) plantea que este tipo de modelos, a pesar de las diferencias existentes entre ellos, comparten varios problemas comunes. En primer lugar, la simultaneidad de las decisiones de financiación e inversión. Las teorías que no se basan en la irrelevancia de la estructura financiera sobre las decisiones de inversión, establecen de forma implícita que las decisiones de financiación e inversión son simultáneas. Así, el ratio óptimo de endeudamiento, si existe, dependerá del conjunto de posibilidades de inversión. Se necesitaría un modelo que aislara el efecto de las decisiones de inversión y dispusiera de información sobre las posibilidades de inversión de la empresa.

En segundo lugar hay un problema de cierta envergadura cuando se contrasta la teoría de la jerarquía financiera. Según ésta, decisiones tan distantes en la escala de preferencias de la empresa como son la autofinanciación y la emisión de nuevas acciones, se cuantifican de la misma forma en la variable endógena, ya que ambas son alternativas a la deuda y suponen un aumento del capital propio. En tercer lugar, habría que considerar la estructura dinámica de las decisiones de financiación. El proceso de ajuste de la relación deuda/capital de una empresa no se produce de forma inmediata y el intento de explicar el nivel de endeudamiento en un momento dado exigiría formular un mecanismo de ajuste. Algunos autores han aspirado a obviar esos problemas recurriendo a otras modalidades de contraste de las

teorías financieras, como la utilización de experimentos controlados ([Masulis (1980), Masulis y Korwar (1986) y Mikkelson y Partch (1986)]; citados por Saá (1991; 1996)).

Tomando como base los antecedentes anteriores, en este trabajo se lleva a cabo un planteamiento empírico que nos posibilita la clasificación de las empresas hoteleras en función de su estructura financiera. Para ello en una primera fase, se plantea un análisis factorial que nos permite reducir los datos de partida puesto que contamos con un amplio abanico de variables financieras, y en una segunda fase, se diseña un análisis cluster o de conglomerados que nos permite identificar patrones de comportamiento comunes en función de la estructura financiera de las entidades en la muestra objeto de estudio.

3.1. Fuentes de datos

La obtención de la información financiera consolidada e individual correspondiente a las empresas que conforman la muestra se ha obtenido de la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos), elaborada por Bureau Van Dijk Electronic Publishing,

Tabla 1
CARACTERÍSTICAS DE LA MUESTRA

Características muestrales					
Muestra TOTAL:	28 empresas con actividad principal 551 (código CNAE)				
Periodo:	2000 / 2003 (4 años). Datos anuales				
Fuente:	Base de datos SABI				
Listado de empresas		observaciones			
empresa	marca comercial	00	01	02	03
1 barcelo corporac	Barcelo hoteles	x	x	x	x
2 grup invers hesperia	Hesperia	x	x	x	x
3 grubarges	Barcelo y Four Points	x	x	x	x
4 hosteleria unida	Husa	x	x	x	x
5 iberostar hoteles	Iberostar	x	x	x	x
6 jandia playa	Robinson club (TUI)	x	x	x	x
7 nacional hoteleria	CIGA	x	x	x	x
8 nh	NH	x	x	x	x
9 sol melia	Sol Melia	x	x	x	x
10 levantur	Bahía Príncipe (Internacional)+Hoteles Piñero (Baleares)	x	x	x	x
11 creativ hotel buenaventura	creativ		x	x	x
12 diagonal plaza	Modern Hotels (Arona+Fira) Spring hoteles		x	x	x
13 alonso mari	Insotel	x	x	x	x
14 riusa II	RIU	x	x	x	x
15 shi-norca	Acorn Hoteles Almirante Farragut Santa Ponsa CM Hoteles		x	x	x
16 ventero y Muñoz	Vemusa / Velada hoteles		x	x	x
17 ac hoteles	AC			x	x
18 febatca	Princes			x	x
19 hotel sanfrancisco	RIU			x	x
20 guitart hotels	Guitart		x	x	x
21 riu hotels	RIU			x	x
22 safeharbour investments	Gran Resort Hotels MED Playa			x	x
23 act hosteleria ocio restaur	AHORA			x	x
24 barcelona proyect	Hotelreyc (HUSA)				x
25 la toja hoteles	La Toja				x
26 hich tech	Hich tech y Pettit Palace				x
27 hosteleria canaria	bull				x
28 hoteles mac	mac				x

S.A. e Informa, Información Económica, S.A., concretamente se han seleccionado aquellas que se encuentran registradas en el epígrafe 551 de CNAE-93, o alternativamente, declaran en su objeto social estar desarrollando alguna actividad alojativa de carácter hotelero.

Cabe matizar que en este trabajo nos centramos exclusivamente en el estudio de los grupos de empresas hoteleros durante un periodo que va desde 2000 hasta 2003. No obstante, ante la escasez de observaciones suficientes para desarrollar ciertos apartados del análisis empírico —estamos ante un grupo de empresas que en ningún caso supera las 28 observaciones anuales—, ha sido necesario recurrir a la información financiera individual proporcionada por las empresas que conforman el sector hotelero con el objetivo de aproximarnos de forma más fiable a dicho sector y disponer de mayor número de observaciones. Así, contamos también, con 1.996 empresas que reportan cuentas individuales de forma continua durante los últimos cuatro años.

Como puede observarse en el listado de empresas proporcionado en la tabla 1 el primer problema a solventar ha sido la ausencia de información financiera completa en el periodo objeto de estudio. Además, se han dado casos en los que la información financiera se interrumpía en algún momento del tiempo, dificultando cualquier aproximación empírica. Asimismo, hay que considerar la irrupción reciente en el panorama de las consolidadas de varias empresas, por lo que la elaboración de series para vislumbrar patrones de comportamiento o tendencias resulta imposible.

3.2. Variables utilizadas en el estudio empírico

Buena parte del estudio empírico presentado se apoya en las variables fundamentales comúnmente utilizadas en el análisis económico-financiero de cualquier empresa y dado que tratamos de aproximarnos a la estructura financiera de los grupos hoteleros, la variable endeudamiento se eleva a la primera posición. En este trabajo se ha tomado como punto de partida un elevado número de ratios financieros, todos ellos, desde el punto de vista teórico, con capacidad explicativa de la estructura financiera de la entidad con independencia del sector donde opere (véase Frank y Goyal, 2007). Concretamente las variables financieras se encuentran relacionadas con la:

- Posición financiera a largo plazo: ratio de endeudamiento general
- Posición financiera a corto plazo: fondo de maniobra, ratio de solvencia, ratio de liquidez, ratio de tesorería.
- Estructura permanente de la empresa: ratio de intangibles, ratio de inmovilizado material, ratio de estabilidad, ratio de garantía, ratio de firmeza.
- Tamaño empresarial y Crecimiento: ratio de inversión y ratio de importe neto de la cifra de negocios, calculados en niveles para el tamaño y en variaciones de un año respecto a otro para el crecimiento.
- Rentabilidad: rentabilidad económica, rentabilidad financiera.
- Otras: coste de capital ajeno, cobertura de los gastos financieros, tasa efectiva del impuesto sobre sociedades, amortizaciones, provisiones.

3.3. Tratamiento del conjunto de información: Análisis factorial

En el estudio de los determinantes de la estructura financiera de cada empresa se ha utilizado más de 20 variables financieras. Desde el punto de vista del procesamiento y análisis de esta información, el elevado número de variables y las relaciones entre ellas suponen un problema en la identificación de la capacidad explicativa que proporcionan individualmente sobre la estructura financiera. Para evitar los problemas de identificación se ha optado por la agrupación de la información en factores. La selección de las variables que constituirán los factores se ha realizado a través del método estadístico de análisis factorial por componentes principales. La aplicación práctica de dicho análisis factorial requirió el uso de la información financiera de carácter individual y es a partir de ella de donde se obtienen los factores de acuerdo a la existencia de comunalidades entre las variables originales.

Tabla 2
MATRIZ DE CARGAS FACTORIAL

Matriz de cargas factorial						
	F1	F2	F3	F4	F5	F6
Liquidez	0,96					
Solvencia	0,95					
Tesorería	0,91					
Mater		0,97				
Garantía		0,93				
Inmov		0,83				
AT			0,97			
Vtas			0,97			
r Vtas				0,93		
r AT				0,93		
Rdep					0,63	
Ka						0,50

Método de extracción: Análisis de componentes principales□

Método de rotación: Normalización Varimax con Kaiser

Se extraen seis factores que representan un porcentaje en torno al 60% de la variabilidad total, el primero asigna las mayores cargas o ponderaciones a las variables de liquidez, solvencia y tesorería. El segundo factor extrae como relevantes las variables que hacen referencia a la estructura como inmovilizado, material y garantía. El tercer factor concentra las variables de tamaño, activo y ventas. El cuarto factor se define sobre la variación del activo total y de las ventas. El quinto factor considerado, recoge el efecto

de la rentabilidad empresarial. El último factor hace referencia al coste de capital ajeno. Los factores definidos sobre determinadas propiedades estadísticas son a su vez coherentes con la teoría financiera en cuanto a los elementos fundamentales de caracterización de la situación financiera de una empresa (véase tabla 2).

3.4. Identificación de cluster en el grupo de las empresas consolidadas

La información de carácter consolidado permite el estudio de grupos de empresas ya que incorpora información de las diferentes compañías integradas en los mismos, proporcionando indicaciones de la línea o estrategia de actuación del agregado de empresas controlado desde la matriz. El procedimiento de obtención de los conglomerados normalmente va vinculado a la estadística multivariante, si bien también se pueden caracterizar los grupos a partir de la información procedente del análisis gráfico y de las relaciones teóricas que aporta la literatura. Ambas modalidades se han integrado en el presente trabajo. En este punto se ha pretendido hacer una clasificación de las empresas tomando como referencia su estructura financiera.

La técnica estadística multivariante abordada es el análisis cluster o de conglomerados. Dicha técnica trata de agrupar los diferentes casos en función de sus características o variables asociadas, maximizando la homogeneidad de las variables dentro del conglomerado a la vez se maximiza la heterogeneidad entre los agregados.

Fijamos a priori un número de grupos (k) y aplicamos el algoritmo de k -medias, se va contrastando el efecto que sobre la varianza residual tiene la asignación de cada uno de los casos a cada uno de los grupos, hasta que ninguna transferencia puede disminuir la varianza residual. La medida de similitud utilizada es la distancia euclídea al cuadrado desde los casos a la media del cluster al que son asignados, por lo que el objetivo será alcanzar una clasificación por casos que minimice dichas distancias.

Hemos utilizado dos procedimientos o algoritmos de estimación de los conglomerados. En un primer caso se ha fijado una estructura de cluster no jerárquica y posteriormente, hemos contrastado la posible existencia de varios niveles jerárquicos entre los cluster. Solamente se han hallado estructuras jerárquicas interpretables desde el punto de vista teórico en uno de los conglomerados.

Los cluster o conglomerados identificados por el algoritmo de minimización de la heterogeneidad entre las estructuras financieras de las diferentes empresas coinciden con el grado de liderazgo y especialización que las mismas tienen en el sector (Gráfico 1):

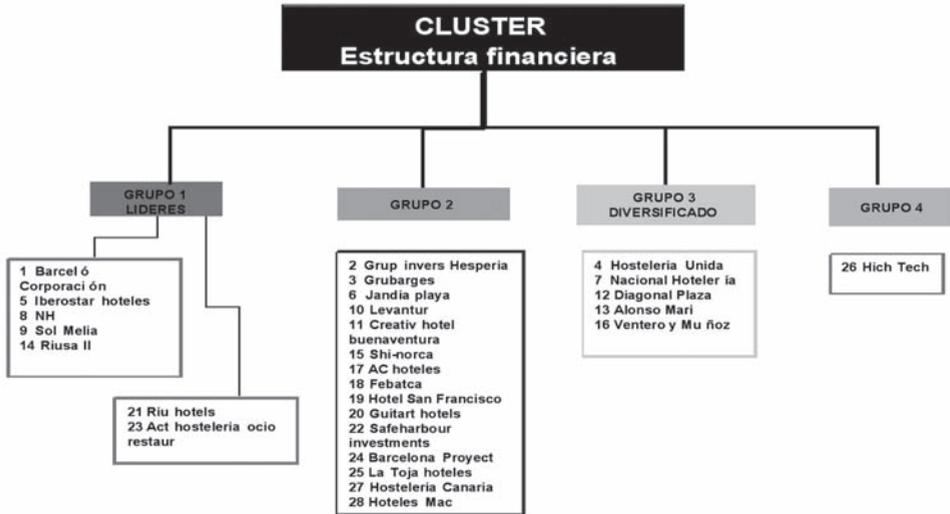
Grupo 1: Empresas líderes

Grupo 2: Empresas que responden a diferentes tipologías de negocio hotelero

Grupo 3: Empresas con diversidad de actividades además de la hotelera

Grupo 4: Identifica a una única empresa (High Tech Hoteles)

Gráfico 1
DENDOGRAMA DEL ANÁLISIS CLUSTER EN FUNCIÓN DE LA
ESTRUCTURA FINANCIERA



Dentro del Grupo 1, correspondiente al conglomerado de las empresas líderes, podemos distinguir una estructura jerárquica que diferencia la estructura financiera de los cinco grandes grupos hoteleros españoles de la correspondiente a dos empresas que, a pesar de proporcionar información consolidada independiente, en realidad están muy vinculadas a dos de las anteriores. La compañía Riu Hoteles forma parte del grupo de empresas vinculadas a la familia Riu, junto con Riusa II, mientras que la empresa AHORA (Actividades de Hostelería, Ocio y Restauración) forma parte del entramado empresarial de NH Hoteles, actuando en ambos casos como segundas firmas menos vinculadas a la actividad hotelera.

Por lo que se refiere a la sociedad Ahora, la participación de NH Hoteles era del 51% de su capital mientras que su socio en la constitución de dicha compañía en 1999, Corporación Caja Madrid contaba con el restante 49%. En diciembre de 2002, NH Hoteles compró a Caja Madrid el 49% de Ahora, por lo que el 100% de la compañía pertenece en estos momentos a NH Hoteles.

El capital de Riusa II, S.A. está distribuido a partes iguales entre los miembros de la familia Riu, por un lado, y el tour operador alemán TUI AG (anteriormente denominado Preussag AG, que cambió su nombre en junio de 2002), por otro.

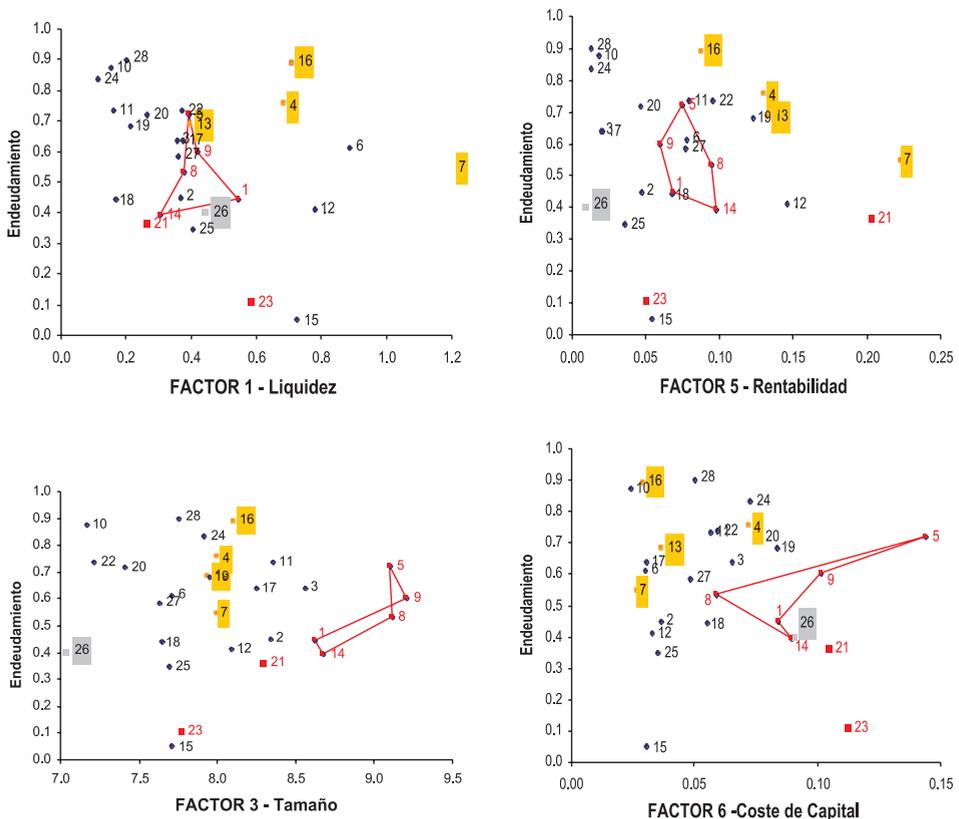
La representación gráfica de los factores en la relación con la variable dependiente endeudamiento nos puede ayudar a interpretar la formación de los conglomerados (gráficos 2). El conglomerado o Grupo 1 de empresas, constituido por las que hemos venido a denominar líderes muestra una alta homogeneidad intragrupo en los diferentes aspectos de su estructura financiera, a excepción del coste de capital ajeno identificado en el factor

seis. En este aspecto el grupo Iberostar diverge del resto de empresas líderes con un ratio de coste de capital ajeno muy superior.

El segundo grupo o conglomerado son empresas que responden a diferentes tipologías de negocio hotelero, reflejando diferencias con respecto al resto de grupos en el factor dos (estructura). Las distancias con respecto al resto de casos de otros grupos para los demás factores no son tan claras, hecho motivado por la heterogeneidad que caracteriza este cluster.

El análisis multivariante cluster crea una nueva categoría donde incluye a las empresas con diversidad de actividades además de la hotelera. Este conglomerado esta formado por Husa (Hostelería Unida), Nacional Hotelería, Diagonal Plaza, Alonso Marí y la empresa Ventero y Muñoz. Todas ellas incluyen entre sus actividades la restauración, y algunas como Ventero y Muñoz comparten objeto social con actividades como las del

Gráfico 2
RELACIÓN DEL ENDEUDAMIENTO CON LOS FACTORES



procesamiento de cárnicas. Es obvio que esta realidad económica encuentra su reflejo en una estructura financiera divergente con el resto de las 23 empresas analizadas en este apartado: los ratios de estructura y liquidez son los más diferenciados.

El último conglomerado derivado del algoritmo de clasificación posiciona a la empresa High Tech Hoteles en un lugar claramente distinto al resto de las empresas, en lo que a su estructura financiera se refiere. La combinación entre elevadas tasa de crecimiento en activo y ventas (factor 4), con un reducido tamaño de partida (factor 3) y una baja rentabilidad con respecto a las restantes empresas (factor 5), son las especificidades de este grupo empresarial, participado principalmente por entidades de capital riesgo, frente al resto de grupos empresariales analizados.

4. CONCLUSIONES

Como consecuencia de la globalización a la que se encuentran hoy en día sometidas las distintas economías de todos los países, uno de los principales retos que el sector turístico español, en general y el sector hotelero, en particular, contemplan para los próximos años es la internacionalización de las empresas que en ellos operan. De este modo, estamos asistiendo al desarrollo de procesos de concentración de empresas que operan en distintos subsectores con el fin de estar presentes en los distintos ámbitos de la actividad turística aprovechando sinergias, beneficiándose de economías de escala y consiguiendo un recorte sustancial de costes.

En un intento de caracterizar al sector hotelero español, la estructura financiera se configura como un elemento estratégico que permite diferenciar ciertos comportamientos intragrupo e intergrupo. En el trabajo realizado hemos tratado de identificar algunos cluster entre los grupos de empresas hoteleras españolas. Entre ellas, parece posible afirmar que la estructura financiera de las identificadas como líderes puede ser tomada como referencia para el conjunto de empresas del sector, en particular en lo referido al ámbito de las internacionalizadas.

Hemos definido la estructura financiera de las empresas objeto de estudio a partir de un amplio conjunto de ratios financieros agrupados mediante análisis factorial. Los factores extraídos identifican comunalidades entre los ratios de liquidez, estructura, tamaño, crecimiento y rentabilidad.

Como técnica, el análisis cluster nos permite identificar claramente a un grupo de empresas que hemos denominado líderes a las que una parte de los grupos que conforman la muestra objeto de estudio parece seguir. Sol Meliá, NH Hoteles, Riu Hoteles e Iberostar conforman el grupo de las líderes. Barceló presenta un comportamiento más errático en nuestro análisis, a pesar de poder incorporarse al grupo de las líderes desde otras ópticas de clasificación.

De forma preliminar se puede apuntar que el sector hotelero podría estar avanzando hacia una consolidación progresiva, caracterizada por movimientos hacia un mercado de competencia oligopolista en el que las acciones de los líderes influyen decisivamente en el conjunto de las empresas.

5. BIBLIOGRAFÍA

- BREALEY, R.A. y MYERS, S.C. (1998): *Fundamentos de Financiación Empresarial*, 5ª Edición, McGraw-Hill, Madrid.
- BUREAU VAN DIJK ELECTRONIC PUBLISHING e INFORMA (2005): SABI, Madrid.
- FORTUNE (1990): «Hard lessons from the debt decade», 18 de junio.
- FRANK, M.Z. and GOYAL, V.K. (2007): «Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?», Working paper, <http://ssrn.com/abstract=567650>
- GRINBLATT, M. y TITMAN, S. (2003): *Mercados financieros y estrategia empresarial*, McGraw-Hill, Madrid.
- INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA (INE) (1993): Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CNAE-93).
- JENSEN, M.C. (1986): «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Take Overs», *American Economic Review*, vol. 76, pp. 323-29.
- JENSEN, M.C. y MECKLING, W.H. (1976): «Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs, and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, nº 3, pp. 305-360.
- KIM, W.G. (1997): «The determinants of capital structure choice in the US restaurant industry», *Tourism Economics*, vol. 3, nº 4, pp. 329-340.
- KRAUS, A. y LITZENBERGER, R.H. (1973) «A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage» *Journal of Finance*, vol. 28, september, pp. 911-922
- KRAUSE, P. y SLATTERY, P. (1996): «Desarrollo y análisis de las inversiones hoteleras», *Alta Hotelería Internacional*, nº 34, pp. 10-12, México D.F.
- KWANSA, F.A.; JOHNSON, D. y OLSEN, M. (1987): «Determinants of financial structure in the hotel industry and implications for the teaching of financial management in the hospitality industry», *Hospitality Education and Research Journal*, vol. 10, nº 2, pp. 99-106.
- MELLE, M. (2001): «Características diferenciales de la financiación entre las PYME y las grandes empresas españolas. Asimetrías informativas, restricciones financieras y plazos de endeudamiento», *Papeles de Economía Española*, nº 89-90, pp. 140-166.
- MODIGLIANI, F. y MILLER, M.H. (1958): «The cost of capital, corporation finance and the theory of investment», *American Economic Review*, vol. 48, pp. 261-297.
- MYERS, S.C. (1984): «The Capital Structure Puzzle», *Journal of Finance*, nº 39, July, pp. 581-582.
- MYERS, S.C. y MAJLUF, N.S. (1984), «Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have», *Journal of Financial Economics*, vol. 13, June, pp. 187-221.
- SAÁ, J. (1991): «Los determinantes de las decisiones sobre fuentes de financiación de las empresas españolas», *Moneda y Crédito*, nº 193, pp. 147-178.
- (1996): «Financing Decisions: Lessons from the Spanish Experience», *Journal of the Financial Management Association*, vol. XXV, nº 3, pp. 44-56.

- SHEEL, A. (1994): «Determinants of capital structure choice and empirics on leverage behaviour: a comparative analysis of hotel and manufacturing firms», *Hospitality Research Journal*, vol. 17, n° 3, pp. 3-16.
- TITMAN, S. y WESSELS, R. (1988): «The determinants of capital structure choice», *Journal of Finance*, Vol. 43, pp. 1-19.
- VANDERMERWE, S. and CHADWICK, M. (1989): «The internationalization of services», *The Service Industries Journal*, vol. 9, n° 1, pp. 79-93.