

EVOLUCIÓN ECONÓMICO-FINANCIERA DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS DESDE 1978.

LOS HITOS DE UNA PROFUNDA TRANSFORMACIÓN

JUAN ANTONIO MAROTO ACÍN

Universidad Complutense de Madrid

RECONOCER LA LIBERTAD DE EMPRESA EN EL MARCO DE LA ECONOMÍA DE MERCADO, COMO HACE EL ARTÍCULO 38 DE LA CONSTITUCIÓN ESPAÑOLA, CUYO 25 ANIVERSARIO CONMEMORAMOS, HOY PUEDE PARECER UN MERO RECURSO RETÓRICO Y, POR SUPUESTO, TOTALMENTE

249

innecesario. Pero en el entorno socio-cultural de entonces, en el que primaban las concesiones administrativas, los precios y tarifas autorizados, la protección a ultranza de determinados sectores y actividades, y la asunción de los fracasos de la iniciativa privada por parte de las empresas públicas, la declaración constitucional era un ejercicio de voluntarismo sobre lo que debían ser las empresas españolas, que se definía con clarividencia como objetivo de futuro y por el que se apostaba, además, con firmeza al encomendar a los poderes públicos la garantía y protección

de su ejercicio, además de la defensa de la productividad.

Y, sin embargo, desde 1978, y para hacer efectivo el precepto constitucional, cuántas rigideces de los mercados han debido superarse mediante la desregulación y la liberalización, cuántas aperturas a la competencia han debido producirse en sectores protegidos, cuántas ampliaciones de la demanda potencial de las empresas, y cuántas reestructuraciones de sectores y, sobre todo, de mentalidades, han debido verificarce, para asumir hoy como algo «normal» que sean la productividad, la

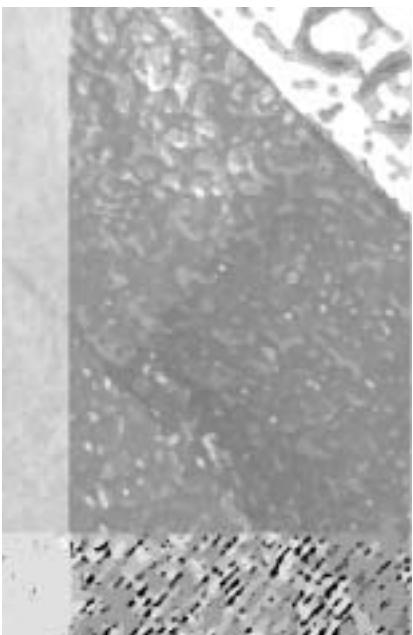
competitividad y la eficiencia comparadas los criterios de evaluación de las empresas. Ha sido un corto período histórico, de apenas una generación, en el sentido orteguiano del término, pero ha implicado cambios profundos en los sistemas real y financiero españoles, para que puedan ofrecer en el momento actual unas cotas de libertad, integración con el entorno internacional y competencia plenamente equiparables con sus homólogos de los restantes países de la UE.

En los 25 años que median desde la promulgación de la Constitución, se han abor-

dado procesos de tanta dificultad y calado en lo económico como la modernización y reestructuración de empresas y sectores con tecnologías obsoletas o en declive, la racionalización y reducción del sector público empresarial, y la apertura al exterior y la internacionalización de las empresas españolas, ya desde comienzos de los años ochenta, además de situar a España, desde 1986 y como socio de pleno derecho, en un espacio económico y social que es referente mundial de democracia, estabilidad, desarrollo, sostenibilidad del mismo y defensa del medio ambiente.

En la vertiente monetaria y financiera, las transformaciones han sido igualmente radicales. La hoy extinta peseta se integró ya en el mecanismo de tipos de cambio del Sistema Monetario Europeo en 1989, la plena liberalización de los movimientos internacionales de capitales se verificó en España desde 1992, y las instituciones y los mercados financieros españoles tomaron como norte de sus estrategias el Espacio Financiero Integrado y la moneda única europea, aun antes de su implantación efectiva el 1 de enero de 1999, y de la circulación «física» del euro en 2002. Todo lo cual, y gracias al esfuerzo de todos, ha permitido situar a la economía española en un marco de referencia europeo, integrado y con una sola moneda, que ha incrementado de manera espectacular la competencia en el sistema.

Y, sin embargo, y en perspectiva internacional comparada, subsisten retos para la economía española que siguen haciendo necesario el esfuerzo de todos. La generación de más y mejores empleos, el mantenimiento del «estado del bienestar», la dotación de infraestructuras, la inversión en factores intangibles de competitividad y la armonización entre los niveles relativos de eficiencia alcanzados en los sistemas real y financiero. Un aspecto, este último, que incide en la financiación y las inversiones de la abrumadora mayoría de PYME que componen el sector empresarial español. El acceso al mercado de valores sigue siendo una tarea imposible para ellas, sigue sin producirse el desarrollo preciso de las modalidades financieras ad hoc para las empresas en crecimiento, como el capital riesgo, y las PYME siguen dependiendo excesivamente del crédito



interempresas y del crédito bancario a corto plazo. Una modalidad crediticia en la que siguen soportando, además, primas de riesgo sobre-elevadas, debido a las asimetrías informativas entre prestamistas y prestatarios y al reducido poder de negociación de las PYME frente a las entidades bancarias.

El objeto de este trabajo es describir, con los datos disponibles en la etapa constituyente y en los años más recientes, cómo han evolucionado la situación económico-financiera y los resultados de las empresas españolas en el marco de la libre empresa, la economía de mercado y el fomento de la productividad. En qué medida ha podido afectar a ese panorama empresarial la integración de España en la entonces denominada CEE, con la ampliación del tamaño y las características del entorno competitivo. Y, a ese respecto, qué factores del marco legal e institucional pueden ser los indicios de las pautas diferenciales que aún subsisten entre las empresas españolas y comunitarias.

La estructura del trabajo se atiene, en consecuencia, a esos objetivos, de forma que a esta breve introducción sigue el apartado primero, en el que se recuerdan las pautas metodológicas que inspiran el análisis económico-financiero empresarial, sus limitaciones y la necesidad de su apoyo en bases de datos elaboradas con metodología

contable, de las que se seleccionan las de la Asociación para el Progreso de la Dirección (APD) y la de la Central de Balances del Banco de España (CBBE), para resaltar los cambios producidos en las empresas españolas entre los períodos 1972-1981 y 1992-2001 respectivamente. A partir de la detección de esas transformaciones, el apartado segundo repasa los principales hitos, circunstancias y actuaciones que definen el proceso de transformación de las empresas españolas desde los años setenta hasta los años más recientes. En el apartado tercero se ponen en comparación diferentes indicadores económico-financieros de las empresas españolas con los de las empresas equivalentes de Austria, Alemania, Francia e Italia (sobre datos del Bank for the Accounts of Companies Harmonised, BACH), a lo largo del período 1986-1996, al objeto de detectar pautas uniformes por países que pudieran relacionarse con sus respectivos indicadores de competitividad comparada (extraídos, para el período 1993-2000, de The World Competitiveness Yearbook, del Institute for the Management Development, IMD). Y en el apartado cuarto, finalmente, se recapitulan las principales conclusiones que cabe extraer de los diversos análisis descriptivos y comparados que se realizan.

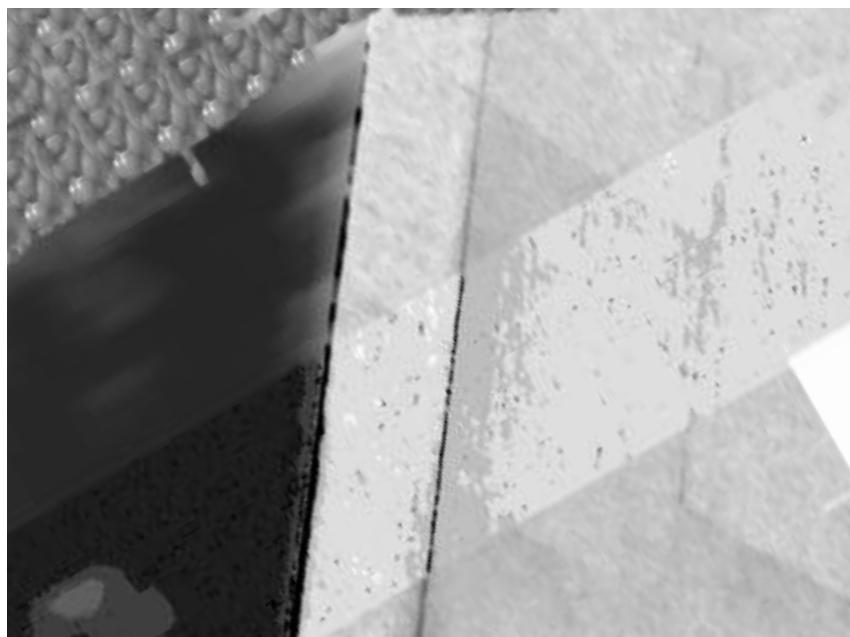
EL ANÁLISIS ECONÓMICO- FINANCIERO Y LAS BASES DE DATOS. DE LA APD (1972-1981) A LA CBBE (1992-2001)

El análisis económico-financiero empresarial, denominado usualmente análisis financiero, permite plantear un diagnóstico sobre el «estado de la cuestión» del patrimonio y los resultados de las empresas, sobre la base informativa de sus estados contables. Pretende evaluar la incidencia de las decisiones previas de las empresas sobre su situación presente, así como preparar la formación e implantación de sus decisiones futuras. Parte de la premisa de que la sostenibilidad de las empresas frente al mercado se basa en sendos equilibrios: de *variables-flujo*, esencialmente económicas o financieras, que se evalúa mediante indicadores como los de la ren-

tabilidad del capital económico, que permita cubrir el coste promedio del capital financiero, o coste del capital, o los que representan generación de excedentes y flujos netos de caja; y de *variables-fondo*, económicas y financieras, que deben guardar entre sí unas adecuadas proporciones de funcionalidad en volúmenes, plazos y costes, para asegurar la liquidez y la solvencia de la empresa.

La metodología usual del análisis financiero se basa, como es bien sabido, en la elaboración de *ratios*, cocientes o proporciones entre magnitudes económico-financieras, que permiten relativizar las variables objeto de estudio y compararlas, ya sea mediante sus series históricas, ya mediante cortes transversales en las mismas, o ya mediante la aplicación de técnicas mixtas de las dos anteriores. Centrándose, para ello, en tres grandes bloques de indicadores: de situación patrimonial, que definen la cuantía y la composición relativa de los capitales, en sentido económico y financiero, y determinan su funcionalidad recíproca en términos de disponibilidad y exigibilidad; de flujos de renta, en sus componentes de ingresos y costes, que evalúan y justifican los márgenes y la rentabilidad económica y financiera; y, por último, de flujos financieros, que evidencian la solvencia a diferentes plazos temporales, y aproximan a la variabilidad del resultado final y, con ello, a los riesgos económico y financiero de las empresas.

El diagnóstico que dimana del análisis financiero adolece, sin embargo, de limitaciones, que provienen tanto de la metodología contable con la que se forman las cuentas anuales que le sirven de principal referencia como de la dilación hasta que esas cuentas se encuentran disponibles; sobre todo cuando se consideran agregados amplios de empresas, en los que a la inevitable demora en la rendición y aprobación de las cuentas de cada una de ellas se añade la de su depósito, homogeneización y tabulación junto con otras comparables. Esa dilación con la que se ofrecen los resultados anuales de las empresas es inherente a la propia regularización contable del final de cada ejercicio, y se justifica también en el respeto hacia unas normas estrictas de aprobación, auditoría y rendición de cuentas frente a ter-



ceros. Pero, de cara al análisis de la coyuntura de las empresas, los datos contables introducen un evidente desfase frente al seguimiento que permiten los datos estadísticos, y que tan sólo puede paliarse, en las empresas que cotizan en los mercados de valores, con la cada vez más usual presentación de resultados trimestrales.

En el caso de estudios comparados interempresas, como el que aquí se realiza, el análisis financiero está obviamente supereditado a la disponibilidad de bases de datos que cuenten con fiabilidad y representatividad suficientes, de tal forma que los resultados que se obtengan de ellas tengan una adecuada significación. Y esas características de la información requieren un largo proceso de registro, depuración, análisis de coherencia, tabulación, elaboración y presentación, que motiva que cualquier base de datos contables anuales de empresas ofrezca sus resultados, en el mejor de los casos, uno o dos años después de concluido el ejercicio al que se refieren. Con el resultado efectivo de que no se pueda disponer, a finales de 2003 en que se ha hecho la revisión final de estas páginas, de datos más actualizados que los de 2001, y que aun así éstos sean «de avance» o provisionales.

A estas alturas del siglo XXI, sin embargo, resulta difícil imaginar que las bases de

datos empresariales, en los años de la transición democrática española, sencillamente no existían. Los únicos datos disponibles sobre agregados de empresas se circunscribían a los que aportaban en sendos números monográficos anuales las dos revistas decanas de información económica, Actualidad Económica (100 grandes empresas, desde 1968), y Fomento de la Producción (las 1.000 mayores empresas españolas, desde 1970); así como los datos trimestrales de las empresas cotizadas que proporcionaban las bolsas. Los primeros, eran datos no completos extraídos de las memorias anuales de las empresas; en tanto que los segundos, pese a ser información legalmente exigible a las empresas cotizadas, no siempre se proporcionaban por éstas. De hecho, sólo se puede hablar de bases de datos como tales, a raíz de la aparición de los estudios y publicaciones de entidades como la Asociación para el Progreso de la Dirección (entre 1978 y 1983), la Central de Balances del Banco de Crédito Industrial (1977-79), o la Subdirección de Estudios del Ministerio de Industria y Energía (1979-80 y 1980-81). Que fueron, además, antecedentes considerados por la Central de Balances del Banco de España, creada en 1983 y cuyos primeros datos públicos significativos se remontan al ejercicio 1982.

La referencia a la situación que ofrecían las empresas españolas en el entorno

temporal del período constituyente ha de hacerse, en consecuencia, sobre los datos de los estudios de la APD, que dirigían a la sazón Álvaro Cuervo y Pedro Rivero Torre, y que se publicaban bajo el título genérico de [Examen económico-financiero de la empresa española]. El «sexto análisis», en concreto, fue el último aparecido en 1983, y ofrecía un cuadro de ratios de las empresas tabuladas por esa base entre 1972 y 1981. En este sexto estudio se ofrecía, además, la novedad de un anexo sobre «Ajustes por Inflación de los estados financieros, 1972-81», elaborado por Juan José Durán, Vicente Salas e Ignacio Santillana.

Visto bajo las pautas actuales de representatividad y significación de la información empresarial, el análisis de la APD presentaba evidentes limitaciones y sesgos. Sus datos se obtenían mediante cuestionario anónimo dirigido a las empresas asociadas de APD de Madrid, zona norte y Aragón, que operaban básicamente en los grandes sectores Industrial y de Servicios. Las respuestas a ese sondeo (que, además de anónimas, se expresaban en porcentajes e intervalos de valor, para garantizar la mayor confidencialidad posible), junto con la de alguna otra empresa no asociada que decidiera voluntariamente colaborar, se sometían a una serie de pruebas de fiabilidad y contraste, que reducía la muestra final, en el caso considerado, a 206 empresas, 18 de las cuales pertenecían al sector Servicios.

252

Por tamaños, y en atención al criterio de segmentación de la OCDE que entonces primaba, 44 eran pequeñas (menos de 100 trabajadores), 76 medianas (de entre 100 y 500 trabajadores) y 86 grandes empresas (con más de 500 trabajadores). En el cuadro 1 puede verse la evolución temporal de las principales ratios de las muestras de cada año, autoseleccionadas por las propias empresas. El cuadro de indicadores era completo, y daba una idea bastante precisa de la evolución de las variables fondo y flujo, económicas y financieras, más significativas. Una matización adicional a los datos ofrecidos es que entre 1972 y 1976 no se consideraron empresas pequeñas.

El contrapunto de esa serie temporal de 10 años se ha buscado en otra, de igual dura-

CUADRO 1
INDICADORES ECONÓMICO-FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS. 1972-1981. APD-SEXTO ANÁLISIS 1983

Indicadores	Def. Ratios	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	Total empresas	
												1972	1973
Estructura Financiera													
Endeudamiento	Cap. ajenos./Cap. propios	1,4010	1,5042	1,4246	1,3112	1,3720	1,3130	1,3210	1,0620	1,1860	1,1280	1,1280	1,1280
Estruct. endeudam.	Dmvl./Dcorto	0,5955	0,5330	0,4826	0,4891	0,5083	0,3670	0,4020	0,4810	0,4400	0,4070	0,4070	0,4070
Financ. innov.	Cap. perm./Innov.	1,2726	1,2775	1,2503	1,2455	1,2592	1,3260	1,3850	1,3970	1,3920	1,4850	1,4850	1,4850
Fondo maniobra	Ac/Pc	1,4972	1,4519	1,4047	1,4276	1,4497	1,4580	1,4070	1,5060	1,4660	1,5400	1,5400	1,5400
Estructura Económica													
Rotación	Vtas. netas./ATN	1,0575	1,0395	1,0283	0,9719	1,0346	1,1938	1,3110	1,1950	1,2700	1,1620	1,1620	1,1620
Rot. innov	Vtas. netas./Innov. TN	2,4890	2,5240	2,4624	2,2508	2,4704	3,1063	3,6000	3,1000	3,4000	3,4000	3,4000	3,4000
Estructura gtos.	Glos. fijos./Vtas. net.-b ² explot.)	0,4169	0,4086	0,3986	0,4017	0,3948	0,3890	0,3790	0,4100	0,3710	0,3970	0,3970	0,3970
Vtas./Trab.	Vtas. o Cifra neg./Nº Trab.	1,4360	1,6470	1,9880	2,1710	2,5560	2,9670	4,1140	5,8130	6,1320	7,4256	7,4256	7,4256
(millones de pesetas)													
Gestión Financiera													
BAlT/ATN	BAIT/ATN	0,1299	0,1259	0,1157	0,0954	0,0980	0,1117	0,1110	0,1100	0,0860	0,0901	0,0901	0,0901
BNetdt/ATN	BNetdt/ATN	0,0964	0,0881	0,0782	0,0519	0,0521	0,0570	0,0380	0,0420	0,0130	0,0186	0,0186	0,0186
Glos. financ./Cap. ajenos	Glos. financ./Cap. ajenos	0,0738	0,0692	0,0727	0,0826	0,0927	0,0930	0,1260	0,1310	0,1340	0,1340	0,1340	0,1340
BNetdt/Cap. propios	BNetdt/Cap. propios	0,2295	0,2227	0,1911	0,1212	0,1250	0,1310	0,0890	0,0860	0,0270	0,0390	0,0390	0,0390
Divid./Cap. propios	Divid./Cap. propios	0,0826	0,0715	0,0624	0,0460	0,0500	0,0420	0,0430	0,0390	0,0360	0,0310	0,0310	0,0310
Autofinanc. anual/inv. anual innov.	Autofinanc. anual/inv. anual innov.	0,4776	0,4298	0,3861	0,3514	0,4570	0,2330	0,2940	0,2750	nd	nd	nd	nd
Devol. pímos y empitos myl/Dmvl	Devol. pímos y empitos myl/Dmvl	nd	0,3005	0,2478	0,2491	0,2491							
Efect. com. al dcto./Pasivo total	Efect. com. al dcto./Pasivo total	nd	0,1373	0,1355	0,1403	0,1403							
Gestión Económica													
Rdto. ec. neto	BNetdt/Vtas.	0,0912	0,0847	0,0760	0,0535	0,0505	0,0480	0,0290	0,0350	0,0100	0,0160	0,0160	0,0160
Rdto. ec.	BAIT/Vtas.	0,1323	0,1243	0,1172	0,1013	0,1019	0,0920	0,0840	0,0921	0,0680	0,0775	0,0775	0,0775
Ritmo crecim.	Inv. anual total/Vtas.	0,0228	0,1859	0,2238	0,2066	0,1466	0,2740	0,1760	0,1320	0,0790	0,1110	0,1110	0,1110
Amortiz. económica	Amortiz./Innov. explotación	0,1086	0,0962	0,0862	0,0871	0,0960	0,1030	0,0850	0,0850	0,0850	0,0820	0,0820	0,0820

FUENTE: Cuervo, A. y Torre, P. (dirs.) (1983), *Examen económico-financiero de la empresa española (sexto análisis)*, Madrid, APD.

EVOLUCIÓN ECONÓMICO-FINANCIERA DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS DESDE 1978...

ción, que ha podido formarse con los datos más actuales de la Central de Balances Anual del Banco de España, 1992-2001. Una fuente de información cuyo reiterado uso por analistas y estudiosos de los temas empresariales exime de cualquier precisión sobre su cobertura y representatividad, y que se forma bajo las mismas pautas metodológicas de la considerada antaño por APD. Esto es, con las respuestas voluntarias de las empresas encuestadas, que autoseleccionan las muestras de cada período de tiempo bianual. Los datos se recogen, sin embargo, en valores absolutos y ello ha permitido calcular ratios similares a las de APD, al menos en los cinco últimos años (1997-2001). Las tres ratios para las que se dispone de datos en los 10 años se ofrecen pro memoria por la propia Central de Balances. Estas ratios y las resultantes de los cálculos propios se exponen en el cuadro 2.

Tomando como referencia comparativa los cinco últimos años de cada una de las bases anteriores, y aun dejando constancia de la diferente cobertura y representatividad de una y otra, se pueden percibir las profundas transformaciones producidas en las empresas españolas desde la vigencia de la Constitución. Los indicadores de estructura económica señalan tanto los efectos de la mayor competencia actual, por la reducción de ventas por unidad de activo total, como los de la mayor intensidad de capital inmovilizado que ahora se precisa para conseguir dichas ventas. Los de gestión económica, la eficacia comercial que se deduce de los mayores márgenes de beneficio sobre ventas actuales y las mayores dotaciones por amortización para mantener la funcionalidad del inmovilizado de explotación. Los indicadores de estructura financiera, la mayor capitalización de las empresas y la reestructuración de las deudas, desde el corto hacia el medio y largo plazo, así como la reducción de los capitales permanentes que cubren el inmovilizado, debido a una gestión más eficaz de los capitales circulantes. Y los indicadores de gestión financiera, por último, la menor rentabilidad económica que se deriva del entorno de mayor competencia, pero también la sustancial reducción en el coste aparente de las deudas, que permite incrementar la rentabilidad neta por unidad

AÑOS	INDICADORES ECONÓMICO-FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS. 1992-2001. BASES CBBAA									
	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
Número de empresas	7.203	7.366	7.856	8.128	8.032	8.054	8.135	8.249	8.053	6.267
Estructura Financiera										
Endeudamiento	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Estruct. endeudam.	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Financ. innov.	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Fondo maniobra	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Estructura Económica										
Rotación	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Rot. inmov	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Estructura glos.	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Vías./Trab.(millones pesetas)	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Vías./Trab.(miles €)	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Gestión Financiera										
Rentabilidad económica	0,062	0,054	0,065	0,076	0,075	0,079	0,085	0,075	0,074	0,076
Rent. ec. neta	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Coste capital ajeno	0,003	0,017	0,048	0,068	0,072	0,072	0,084	0,099	0,090	0,095
Rentab. fondos propios	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Coste directo fond. prop.	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Tasa anual autofinanc.	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Devol. ptmos y empés mty./Dmty	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Efect. com. al dcto./Pasivo total	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Gestión Económica										
Rdto. ec. neto	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Rdto. ec.	0,152	0,148	0,161	0,160	0,154	0,156	0,158	0,152	0,144	0,150
Rim. crecim.	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Amortiz. económica	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd

FUENTE: Central de balances (2002). *Resultados anuales de las empresas no financieras. 1992-1999, 2000 provisional y avance de resultados de 2001*, Madrid, Banco de España. Elaboración propia.

de activo total y la retribución mediante dividendos a los accionistas.

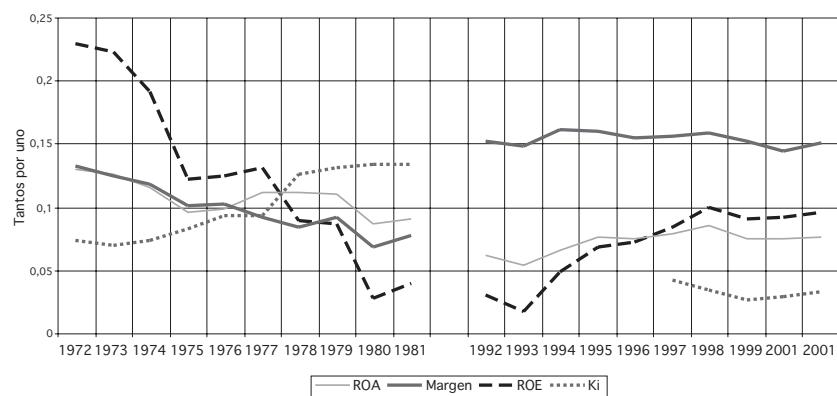
En síntesis, una radical transformación en lo económico, motivada por la competencia y el desarrollo tecnológico, que ha estimulado la eficacia de la gestión comercial de las empresas, ha inducido su crecimiento y ha exigido mantener la funcionalidad de su capital fijo. Y una no menos radical reestructuración financiera, auspiciada por la reducción del coste de la financiación, la mayor rentabilidad de los capitales propios y una mejor gestión de los recursos financieros, que ha permitido que las empresas se capitalicen y transformen su endeudamiento a corto en endeudamiento a mayores plazos. Unas transformaciones, sin embargo, que se han ido produciendo a lo largo de casi tres décadas y cuyos avatares se comentan en el apartado siguiente.

LAS TRANSFORMACIONES DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS DESDE LA CONSTITUCIÓN

La situación económico-financiera de las empresas españolas, hace tres décadas, es el antecedente sobre el que inciden los dos grandes hitos que han marcado su evolución posterior: la definición —en el nuevo marco constitucional inaugurado en 1978— de una economía social de mercado; y la ampliación —con el ingreso de España en la Comunidad Europea a partir de 1986— del marco competitivo en que ésta debía desarrollar su actividad. Una evolución cuyos grandes rasgos ahora se comentan y que, al menos temporalmente, fue diferente en las empresas privadas y en las públicas.

Como puede apreciarse en el gráfico 1, las empresas privadas españolas, al igual que las del resto de las economías industrializadas, padecían en los años setenta las consecuencias de la crisis económica generalizada que se había iniciado en 1973, pero contaban con la inercia del crecimiento producido en el decenio anterior, que se había basado en mercados interiores protegidos, en la utilización de tecnologías intermedias, frecuentemente importadas y en la producción con bajos

**GRÁFICO 1
INDICADORES DE RENTABILIDAD: 1972-1981 (APD) Y 1992-2001 (CBBE)**



FUENTE: APD (1972-1981) y CBBE (1992-2001). Elaboración propia.

costes laborales, que eran, en gran medida, la contrapartida implícita de la creación de nuevos puestos de trabajo.

Aun así, entre 1973 y 1975 el rendimiento económico (margen) y la rentabilidad económica de las empresas privadas españolas fueron decreciendo paulatinamente. Las previsibles actuaciones de reducción de capacidad para ajustarse a la menor demanda lograban que la rentabilidad económica repuntase ligeramente hasta 1977, pero el margen continuaba su descenso. La rentabilidad económica, sin embargo, seguía siendo superior al coste nominal de las deudas, y se traducía en un apalancamiento financiero amplificador sobre la mayor rentabilidad de los recursos propios.

Hacia 1978, la entrada en vigor del nuevo marco constitucional significó una mayor exigencia para las empresas, al reducirse algunas de las rigideces competitivas que atenazaban al mercado interior, lo que, en conjunción con otros factores, redujo la rentabilidad económica, elevó el coste aparente de las deudas e hizo aparecer el apalancamiento financiero reductor ($ROE < ROA$) (1), con lo que las empresas privadas españolas debieron iniciar el proceso de ajuste a la crisis de 1973 que habían diferido durante los años anteriores. La subsiguiente reconversión —y reestructuración— del sector empresarial privado se produjo tanto en el ámbito sectorial, mediante el paulatino abandono de actividades obsoletas des-

de la perspectiva de la competencia internacional, como en el de la estructura patrimonial y de costes de cada empresa, en particular, o en el ámbito de sus estructuras organizativas. Desde la perspectiva económico-financiera, los efectos más visibles fueron los de la caída de la inversión, para adecuar la capacidad instalada con la efectivamente utilizada, y la reestructuración de las fuentes financieras, al objeto de controlar los continuos aumentos en el coste de las deudas.

Ese proceso de saneamiento económico-financiero de las empresas privadas españolas, derivado de un traumático descubrimiento del libre mercado en la generalidad de los casos, empieza a manifestar sus efectos beneficiosos a partir del inicio de los años ochenta, y sobre todo en 1985, ya con la perspectiva de ese segundo e importante hito para la economía española que supuso la entrada en la Comunidad Europea. A partir de ese momento se generaliza en las cuentas de resultados la recuperación de los diferentes indicadores de rentabilidad, lo que mejora las expectativas empresariales, fomenta la realización de nuevas inversiones y propicia la creación de nuevos puestos de trabajo; sobre todo en las grandes empresas, que eran, precisamente, las que habían soportado el mayor peso del proceso del ajuste al nuevo marco de competencia.

La situación, ya a partir de 1986, y como se tendrá ocasión de comprobar en el apartado siguiente, de forma comparada

con otros países europeos, refleja una constante mejora en la estructura patrimonial y en los resultados empresariales. Las empresas privadas aumentan su nivel de operaciones, reducen su período de maduración y recuperan la funcionalidad de sus equipos productivos, a la par que incrementan su capacidad mediante nuevas inversiones. Al mismo tiempo, reconstituyen su patrimonio neto, a través de reservas y ampliaciones de capital, y reestructuran sus fuentes financieras externas, mediante la sustitución de deudas a corto por emisiones de títulos a medio y largo plazo. Esto redonda en una mejora de todos los indicadores de resultados, si bien persiste el apalancamiento financiero reductor, motivado por una rentabilidad económica que sigue siendo inferior al coste aparente de las deudas.

El punto de inflexión en ese proceso de mejora se detecta a partir de 1989, debido a una serie de causas concatenadas, entre las que se destacan el repunte de la tasa de inflación —ante la persistencia del déficit público y el crecimiento de la economía—, el subsiguiente endurecimiento de la política monetaria, con restricciones crediticias y elevación de los tipos de interés, el encarecimiento de la factura energética y la incertidumbre acerca de su evolución previsible, y, en fin, la elevación de los costes salariales, que, al no vincularse con incrementos de productividad, presionan sobre el proceso inflacionario y originan una actuación defensiva en las empresas, que recurren a generar los nuevos empleos en precario, mediante el recurso a las diferentes formas entonces posibles de contratación temporal.

El comportamiento específico de las empresas públicas, como agregado todavía pujante en los años setenta, antes del inicio de los procesos privatizadores, venía también determinado por un marco de actuación ajeno a la economía de mercado. Se basaba en una estricta subsidiariedad respecto de la iniciativa privada, en una financiación que eludía la racionalidad asignativa del mercado, al basarse en circuitos privilegiados, y en unos resultados condicionados por la reducida rentabilidad económica de los sectores de operación; aunque con la única implicación, en última instancia, de que las pér-



didas se enjugaban por la vías de las subvenciones al circulante y a los mermados recursos propios.

Las empresas públicas españolas habían sido durante demasiado tiempo la vía para socializar las pérdidas de las empresas privadas en determinados sectores, y sus innegables tensiones patrimoniales, de rentabilidad y de solvencia, se vieron acrecentadas en esos años setenta y primeros ochenta por la asunción de nuevas actividades, sin una adecuada reestructuración organizativa de los holding existentes y sin una estrategia coherente dentro de ellos para gestionar las participaciones asumidas y para definir y mantener su funcionalidad a lo largo del tiempo. La caída de la demanda multiplicó los excedentes de capacidad y de plantillas, elevó los costes de personal y financieros, y exigió la multiplicación de las subvenciones ante la generalización de las pérdidas.

Ese agravamiento de su crisis económica y financiera hizo que las empresas públicas difirieran más de lo debido (y más que las empresas privadas, en general) el necesario ajuste, emprendiendo un paradójico proceso de «huida hacia delante» que les llevó, en lugar de a adaptarse a la contracción de los mercados y a reconsiderar los costes de una manera eficiente (mediante la reducción de capacidades excedentes y

la reestructuración patrimonial que afrontaban las empresas privadas), a nuevas incorporaciones de inefficiencia privada, con una mayor diversificación de sus actividades, al incremento del empleo y a la realización de nuevas inversiones. El resultado no pudo ser otro que un incremento dramático de las pérdidas, que contribuyeron a acrecentar el déficit público, ante la necesidad de nuevas aportaciones de capital bajo la forma de subvenciones.

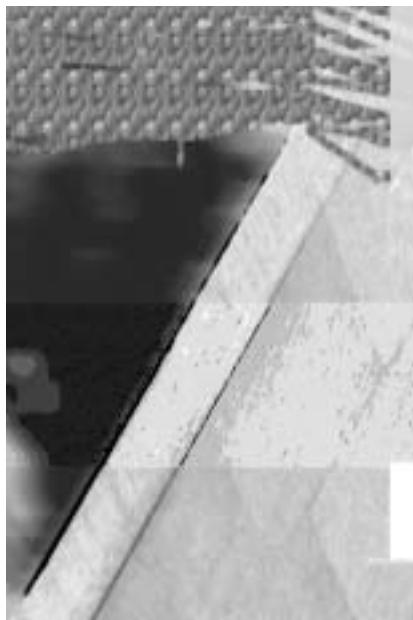
Lo insostenible de la situación de las empresas públicas al inicio de los años ochenta motivó que el Gobierno, en 1983, asumiera el objetivo explícito de racionalizar y modernizar el sector empresarial público, sobre todo con vistas al nuevo marco competitivo que vaticinaba el proceso de integración europeo. Y la estrategia que entonces se emprendió fue la de acotar el tamaño del sector de empresas públicas, reestructurar su organización y reordenar sus actividades productivas. Las empresas públicas iniciaron así una reestructuración netamente empresarial que, a partir de 1986, logró recuperar un resultado neto positivo, aunque siempre con un apalancamiento financiero reductor.

Como consecuencia de todo esos procesos y actuaciones, las empresas privadas españolas ofrecían una situación ambivalente al iniciarse los años noventa, ya que, junto a una estructura patrimonial fundamentalmente sólida (debido al proceso inversor iniciado en 1986 y a las amortizaciones y saneamientos llevados a cabo durante los años siguientes), padecían una caída en la actividad comercial y una ostensible reducción de la liquidez. Factores que también afectaban a las empresas públicas españolas, supeditándolas, de nuevo, a sus tradicionales carencias estructurales, al paralizar los anteriores procesos de saneamiento financiero y de nueva inversión.

En los primeros años del decenio de 1990, como puede apreciarse en el gráfico 1, la crisis económica afectó en general al sector empresarial español, motivando una caída continua, hasta la sima de 1993, en sus indicadores de rentabilidad financiera, como consecuencia tanto de la menor rentabilidad económica inducida por la crisis (que conllevaría el

estrechamiento de los márgenes y la menor rotación de los activos) como por el mayor endeudamiento. Esa caída de la rentabilidad penalizó sobre todo la posición de las empresas públicas, debido tanto a las características de madurez tecnológica y de elevados volúmenes de inmovilizado de sus habituales sectores de operación, como a su precaria y nunca saneada situación patrimonial; y se hizo tanto más patente en las privadas cuanto mayor era el grado de competencia en su sector de operación como resultado de la menor posibilidad que se tenía en esas condiciones de trasladar al mercado (por la vía de unos mayores precios) los incrementos producidos desde el lado de los costes. De este modo, la situación económico-financiera patrimonial de las empresas españolas, a raíz de la crisis de los primeros años noventa, afloraba algunos desequilibrios que se habían comenzado a solventar en la anterior fase expansiva del ciclo económico, entre 1986 y 1989, al tiempo que inducía nuevos endeudamientos que penalizaban la generación posterior de recursos.

Afortunadamente, muchos de los datos del entorno macroeconómico cambiaban radical y favorablemente durante los años posteriores a la sima del ciclo de 1993; y, junto con el cambio de tendencia en la situación económica internacional, inducían la reactivación de la actividad empresarial. Esos cambios venían impulsados, en determinados casos, por circunstancias monetarias externas, como la evolución en el mecanismo de tipos de cambio del Sistema Monetario Europeo, que llevaban a la peseta a una posición más ajustada a los datos fundamentales de la economía española después de los sucesivos realineamientos que se hicieron de sus paridades, con la subsiguiente mejora de la competitividad de nuestras empresas exportadoras. Y, sobre todo, por la reducción continua en los tipos de interés de referencia del Banco de España, que seguían fielmente la senda descendente de los mercados financieros internacionales, y que los conducían hasta cifras olvidadas desde los años setenta, con una favorable repercusión a la baja sobre el coste aparente de la financiación empresarial desde 1992. Si bien, en otros casos, los cambios estructurales venían de la mano de modificaciones en el marco regulador y en las políticas



económicas nacionales, como la reforma de las condiciones de contratación en el mercado de trabajo, la consolidación y aumento de las líneas públicas de apoyo financiero a las PYME, integradas en el ámbito de las iniciativas de la Unión Europea, o la implantación progresiva, en colaboración con las Comunidades Autónomas, de una política industrial más activa en la defensa del tejido empresarial.

Lo que quedaba claro en los años noventa del pasado siglo, es que las empresas españolas se encontraban ya inmersas en un entorno económico exigente y restrictivo, que venía caracterizado por la paulatina ampliación de la dimensión del mercado potencial, con la vigencia del Mercado Único, y por las expectativas de la Unión Económica y Monetaria. Un entorno, además, en el que se había accentuado espectacularmente la competitividad, por la concurrencia efectiva de empresas transnacionales en la generalidad de los sectores de producción, y por la desregulación y globalización efectivas del sistema financiero, que lo situaban en un nivel de desarrollo superior al del sistema real y con unas tasas de rentabilidad financiera que excedían de modo ostensible de las que podían generar las inversiones productivas.

Ante esa eficiencia del sistema financiero y frente a la competitividad del entorno económico, las empresas debían

apostar progresivamente por su eficiencia comparada, lo que las impulsaba, ante la ya imposibilidad de trasladar al mercado incrementos de precios, a la reestructuración de sus costes y a la reducción del nivel de sus principales componentes, entre los que destacaban los costes de personal y los financieros.

Mediados los años noventa, la relativa permanencia de los márgenes prueba la consolidación del nuevo y más exigente marco competitivo, pero también la paulatina adaptación a él de las empresas españolas, que lograban recuperar la tendencia creciente en su rentabilidad económica, gracias al buen comportamiento del consumo interior y las exportaciones. Ello, junto con la continua rebaja de los tipos de interés, motivaba que a partir de 1996 se recuperase el efecto apalancamiento amplificador ($ROE > ROA$) que se había perdido veinte años atrás.

Más adelante, ya en 1999, la tendencia de crecimiento de las rentabilidades se debilitaba, debido a los menores crecimientos del valor añadido, el margen de explotación y los recursos generados, inducidos por los continuos incrementos en el precio del petróleo. A pesar de lo cual, el apalancamiento financiero seguía mostrando su efecto amplificador para la rentabilidad de los recursos propios, e induciendo señales favorables para la inversión empresarial, aun con el repunte, que también se verificaba en 1999, de los intereses de la financiación ajena con coste explícito. Un cambio motivado, sobre todo, por la mayor apelación de las grandes empresas a los mercados financieros, pero también por el aumento en el coste de la financiación, que rompía la tendencia continuamente decreciente de los seis años anteriores.

• • • • • **LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS EN LA UE (1986-1996): UN ANÁLISIS COMPARADO**

La entrada de España en la Comunidad Económica Europea en 1986 supuso, como se ha tenido ocasión de reseñar en el apartado anterior, un hito fundamental en el proceso de transformación de la estructura económico-financiera de las em-

presas españolas. Nuestro marco de referencia pasaba a ser un mercado integrado y las pautas de actuación de las empresas deberían juzgarse, en lo sucesivo, con base en su eficiencia comparada frente a las de los restantes países miembros. Y de ahí el estudio comparado que ahora se plantea, y que, como ya se ha indicado para cualquier análisis económico-financiero interempresas, tiene el condicionante de referirse a las bases de datos disponibles que cuenten con una adecuada cobertura y representatividad.

En este caso, la referencia homogénea de ámbito europeo es el Proyecto BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonised), puesto en marcha por el Comité Europeo de Centrales de Balances, que se creó en 1987 a iniciativa de algunos bancos centrales y del que forman parte, como miembros permanentes, la ECFIN y la DG XV de la Comisión Europea. El Proyecto tabula los datos contables de las empresas de los sectores manufactureros de Alemania, Finlandia, Francia, Italia, España, Bélgica, Holanda, Portugal, Austria, Dinamarca, Suecia, Estados Unidos y Japón; aunque para diferentes períodos temporales y con diferentes grados de cobertura en cada uno de ellos. Precisamente, la necesidad de analizar la homogeneidad de los datos del Proyecto BACH dio lugar, en 1994, a la formación de un Grupo de Trabajo sobre Fondos Propios, constituido por los representantes de los bancos centrales de Alemania, Austria, España, Francia e Italia. Y el estudio realizado por este Grupo sobre la financiación de las empresas europeas (Corporate Finance in Europe from 1986 to 1996) es el que ahora tomamos como fuente de información.

Los cinco países considerados en esta comparativa son los de los bancos centrales representados en el Grupo de Trabajo sobre Fondos Propios, y los correspondientes datos de sus empresas, aun representando sólo a los sectores manufactureros, ofrecen el interés de ser indicativos de los dos modelos de PYME que cabe caracterizar en la UE (admitida la homogeneidad, cada vez mayor, entre las grandes empresas de cualquier país miembro). El de los países sureños (Portugal, Italia, España y Grecia), cuyas empresas tienen una dimensión reducida (en los



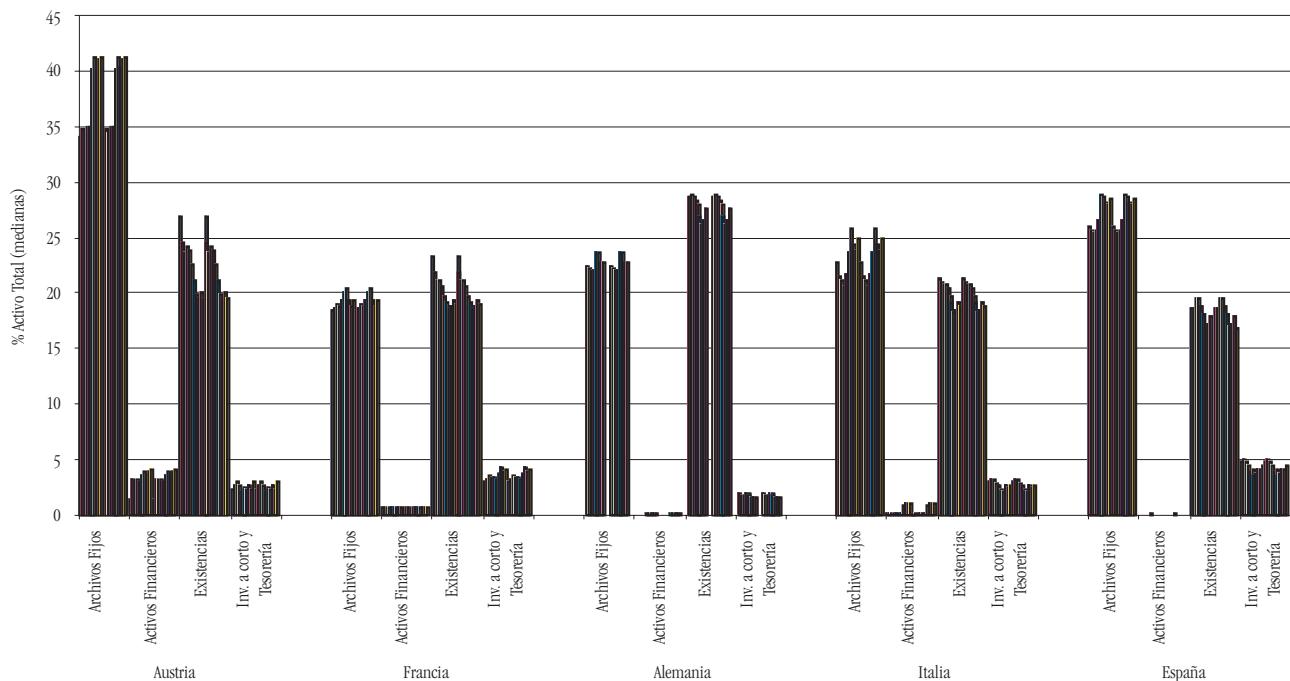
extremos inferiores de cada intervalo de tamaño, según la definición usual de la UE), pero una gran ponderación en el empleo total del sector empresarial de cada país, y los de los países del centro y norte europeos (Alemania, Austria, Holanda, Francia —donde también hay una elevada proporción de microempresas— y otros), con empresas relativamente mayores (en los extremos superiores de los correspondientes estratos de dimensión), pero con una menor incidencia de las mismas en el empleo total de sus respectivos países. El estudio ofrece diversas ratios, definidas sobre la media ponderada y sobre la mediana de las empresas de cada país y año. Los valores de las primeras ratios (medias ponderadas) se encuentran sesgados al alza por las grandes empresas de cada país, en tanto que los valores de las segundas (medianas), resultan más significativos del tamaño «medio» de la empresa representativa de cada uno de ellos. De ahí que se tomen ahora los valores de las medianas, para complementar la perspectiva de las transformaciones económico-financieras de las empresas españolas que, por las bases empleadas (APD y CBBE), se han referido sobre todo a las empresas de mayor dimensión. Lo que permitirá, al tiempo, reflejar la evolución comparada de las empresas representativas de los dos modelos empresariales claramente diferenciados en la UE.

El gráfico 2 sintetiza la composición del capital económico en las empresas manufactureras representativas de los cinco países. En el caso español, se evidencian las transformaciones ya señaladas en el apartado anterior, con el incremento paulatino de los activos fijos y la reducción de las existencias en el activo de las empresas, aun con el punto de inflexión de la caída del ciclo de 1993. Sus ponderaciones, además, se relacionan con el tamaño empresarial, ya que el peso de los activos fijos sería mayor, de haberse considerado la media ponderada (representativa de las empresas de mayor dimensión), y el de las existencias, menor.

Las PYME españolas, en consecuencia, han incrementado sus activos fijos y reducido sus existencias entre 1986 y 1996, pero en menor proporción, en ambos casos, que en lo que han podido hacerlo las grandes empresas. Otro tanto sucede con el peso en los activos empresariales de las inversiones a corto y la tesorería, así como el de los activos financieros, que serían mayores que los graficados, de haberse considerado las medias ponderadas y, en consecuencia, mayores sus niveles en las grandes empresas que en las PYME europeas.

En perspectiva comparada, el gráfico 2 ofrece el interés añadido de posicionar a las PYME manufactureras españolas frente a sus equivalentes europeas. Por la ponderación de sus activos fijos, y si se exceptúa el caso austriaco, las empresas españolas son tanto las que alcanzan el mayor nivel en dichos activos como las que evidencian el mayor esfuerzo inversor a lo largo de los diez años considerados. Operan, además, con el menor nivel de existencias de todas las empresas de la muestra, dentro de una tendencia generalizada a la reducción, que viene impuesta por la exigencia de una eficacia comercial cada vez mayor frente al mercado. Los activos financieros son prácticamente inexistentes en sus balances. Y, sin embargo, las ponderaciones en esos balances de sus inversiones a corto y la tesorería, son las mayores de toda la muestra. Como posibles indicios, en el caso español, de una gestión de la liquidez todavía «pasiva» y/o de la afectación de las disponibilidades como colateral de garantía para la financiación bancaria a corto plazo.

**GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN DE LOS PRINCIPALES COMPONENTES DEL ACTIVO TOTAL. 1986-1996**



FUENTE: Corporate Finance in Europe (1986-1996). Elaboración propia.

En el gráfico 3 se refleja la idiosincrasia de las elevadas capitalizaciones mediante recursos propios de las PYME manufactureras españolas, que han ido incrementando, además, su peso en relación con los recursos ajenos desde 1996, con ligeras caídas en esa tendencia en los años críticos de 1989 y 1993. El comportamiento es específico de las empresas de menor dimensión, ya que de haberse considerado las medias ponderadas de las ratios (y la incidencia, por tanto, de las grandes empresas), las empresas de Alemania y Francia ofrecerían mayor capitalización que las españolas. Pero también es peculiar de las PYME españolas, puesto que las italianas, con una similar dimensión media, muestran no sólo una capitalización inferior, sino una tendencia decreciente en la misma entre 1986 y 1996.

Todo lo cual permite suponer que son factores institucionales, de mercado y/o de relaciones banca-industria, los que están detrás de esta peculiaridad de las empresas españolas, que las «obliga» a financiarse en mayor medida con fondos propios.

El indicio de uno de esos factores institucionales es, como puede apreciarse en el

gráfico 4, la financiación bancaria a corto plazo. Vinculada con variables flujo de ingresos y gastos (y de ahí la comparación que se hace con las ventas netas) más que con las variables fondo del balance. Esa deuda bancaria, en efecto, es claramente superior en los países de menores PYME, como son Italia y España, que en los países con empresas de mayor dimensión, Alemania y Francia (de los datos de Austria sólo se dispone, en esta ratio, de medias ponderadas; que permitirían, no obstante, hacer iguales consideraciones).

Y, sin embargo, tanto en Italia como en España se trata de un recurso demasiado oneroso (y, por tanto, «obligado») como para no reducir su peso conforme la reducción de tipos que se produce desde 1991, permite buscar otras fuentes financieras a medio y largo plazo. En cualquier caso, se evidencia el gran esfuerzo desplegado por las PYME manufactureras españolas para reducir la incidencia de este recurso financiero entre 1986 y 1996.

El complemento de la financiación bancaria a corto es su componente a largo, que tiene un carácter más estructural y de

ahí que se relacione, como se hace en el gráfico 5, con el activo total de las empresas. Casos como los de Austria y Alemania parecen evidenciar relaciones de permanencia entre las entidades bancarias y las empresas que dotan de mayor estabilidad, e incluso de crecimiento en momentos de crisis empresarial como en 1993, a este recurso. El caso de Francia muestra la racionalidad financiera de la elevada sustitución que se produce entre fondos propios y financiación bancaria a largo en sus empresas, de forma que la deuda bancaria disminuye prácticamente al unísono del incremento de la dotación de fondos propios (recuérdese el gráfico 3). En Italia, y sobre todo en España, en que hasta 1993 esta financiación era prácticamente inexistente para las PYME manufactureras, la deuda bancaria a largo parece comportarse incluso de forma procíclica, reduciendo su ponderación con la crisis e incrementándola con la reactivación. Este efecto, por otra parte, es diferente para las empresas de mayor dimensión (de haberse considerado las medias ponderadas del indicador), en las que la deuda bancaria a largo parece comportarse según la tendencia reductora

EVOLUCIÓN ECONÓMICO-FINANCIERA DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS DESDE 1978...

que sugeriría la reconstitución de los fondos propios entre 1986 y 1996.

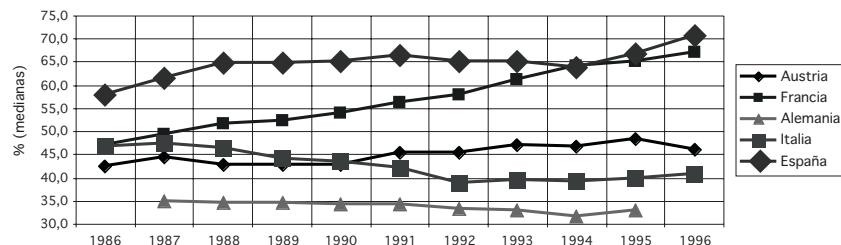
Los créditos de provisión, ya sean la financiación implícita recibida de los proveedores o las facilidades de pago concedidas a los clientes, evidencian también pautas distintivas entre los países considerados. Tanto en el gráfico 6 (financiación de proveedores) como en el gráfico 7 (créditos a clientes), Austria y Alemania muestran la menor incidencia; Italia, la mayor, y Francia y España, una posición intermedia, aunque con una evidente reducción en el peso de los créditos a clientes en el caso español.

A ese respecto, tanto la relativa estabilidad que alcanza la financiación de proveedores a lo largo de los años considerados como sus cambios de tendencia al alza en momentos de crisis, como en 1993, dan idea del carácter estructural de este recurso financiero para las empresas de los países del sur de Europa, empresas que están dotadas, en general, de una menor dimensión media (ya que no debe olvidarse que también Francia es un país con una elevada proporción de microempresas en su tejido empresarial) y que padecen mayores restricciones para el acceso a otras fuentes financieras.

La posible incidencia de factores institucionales específicos de los distintos países, sobre las pautas distintivas de las empresas que se han ido señalando anteriormente, sugieren profundizar en esa vía explicativa. Aquí, sin embargo, tan sólo se hace una aproximación descriptiva de tales factores institucionales, tomando como base los Anuarios de Competitividad Mundial (The World Competitiveness Yearbook) del Institute for the Management Development (IMD).

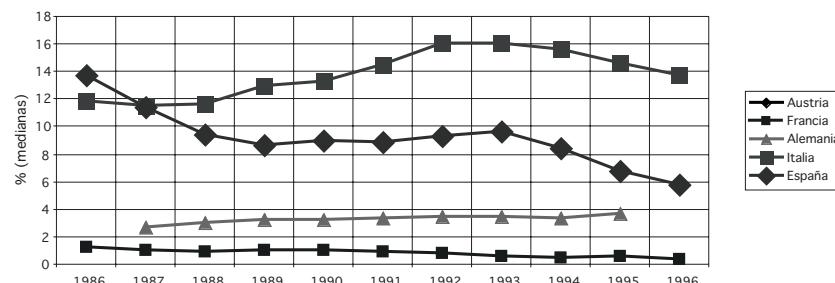
Dichos anuarios se basan en una metodología de *ranking* comparativos, según diversos indicadores, que se forman combinando los datos cuantitativos de cada país, extraídos de sus estadísticas y censos nacionales (competitividad «medida»), con los datos cualitativos de los mismos, que se obtienen mediante encuestas de opinión a los directivos de sus empresas (competitividad «percibida» por más de 4.300 agentes nacionales). Bajo la premisa, en la línea de lo que hasta ahora se ha comentado en este

**GRÁFICO 3
FONDOS PROPIOS/RECURSOS AJENOS**



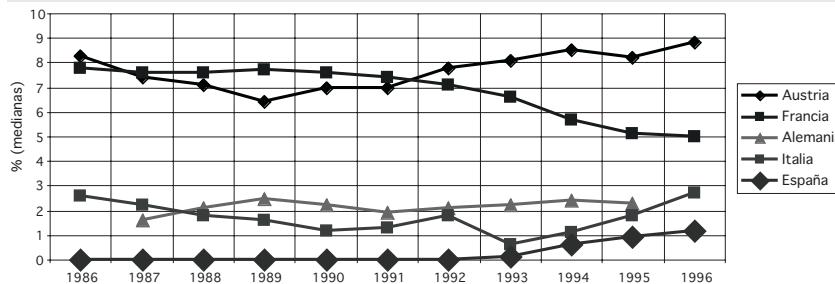
FUENTE: Corporate Finance in Europe (1986-1996). Elaboración propia.

**GRÁFICO 4
DEUDA BANCARIA A CORTO/VENTAS NETAS**



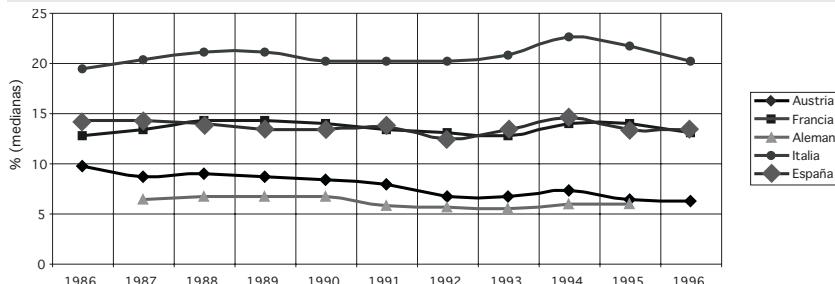
FUENTE: Corporate Finance in Europe (1986-1996). Elaboración propia.

**GRÁFICO 5
DEUDA BANCARIA A LARGO/ACTIVO TOTAL**



FUENTE: Corporate Finance in Europe (1986-1996). Elaboración propia.

**GRÁFICO 6
ACREDITORES COMERCIALES (NO GRUPO)/VENTAS NETAS**

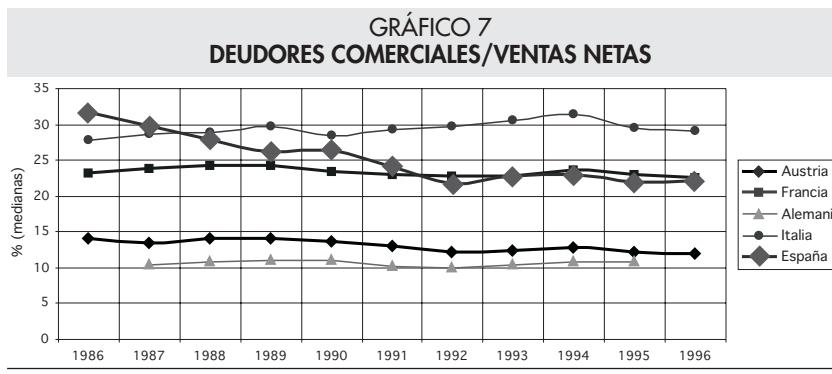


FUENTE: Corporate Finance in Europe (1986-1996). Elaboración propia.

trabajo, de que la competitividad es una cualidad eminentemente empresarial, pero que se sustenta sobre las características competitivas de cada entorno nacional. De los anuarios que permiten cubrir el período 1993-2000, se han extractado un conjunto de indicadores representativos del entorno económico y financiero de cada uno de los países considerados (además del Reino Unido como referencia de sistema financiero basado en el mercado), tanto mediante variables cuantitativas como cualitativas. Dicho indicadores se han sintetizado mediante sus correspondientes medianas, cuyos valores se presentan en el cuadro 3.

Los indicadores cuantificados sintetizan el cuadro macroeconómico en el que se ha producido la evolución económico-financiera de las empresas europeas durante los años finales del pasado siglo. Un entorno de crecimiento generalizado, con tasas de inflación controladas y con bajos tipos de interés, pero en el que las diferencias relativas por países pueden relacionarse con la mayor o menor inversión en activos fijos, con la mayor o menor reestructuración de costes de personal y con el mayor o menor endeudamiento que mostraban sus respectivos datos empresariales. Con relaciones entre el sistema financiero y el sistema real, presididas por una importancia igualmente significativa y creciente de los mercados de valores y de los intermediarios bancarios. Si bien los primeros sólo sirven a una infima parte de empresas cotizadas de entre los más de 18 millones de unidades empresariales que existen en la UE, y los intermediarios bancarios no siempre están interesados ni en la financiación de las PYME ni en el estudio riguroso del *spread* a aplicarles, según su clase objetiva de riesgo. Un marco, en definitiva, que es la condición necesaria para el favorable desarrollo empresarial, pero en el que sólo las grandes empresas europeas tienen la capacidad de negociación y elección precisas para implementar eficientemente sus estrategias de inversión y financiación. Y que, de hecho, ejercitan, y de ahí la tendencia a la homogeneidad en sus pautas de actuación económico-financieras.

Los indicadores cualitativos dan idea de esas limitaciones institucionales que existen en los diversos países, y que hacen que la condición necesaria del favorable cuadro macroeconómico y de las vías po-



FUENTE: Corporate Finance in Europe (1986-1996). Elaboración propia.

sibles de relación entre el ahorro y la inversión empresarial no sea la condición suficiente que beneficie por igual a sus diferentes sectores empresariales. Representan factores que provienen tanto del marco legal como de las actuaciones efectivas de las autoridades supervisoras, de los intermediarios financieros o de las propias empresas. Pero, vistos en su conjunto, permiten percibir una cierta conexión con las diferentes pautas económico-financieras detectadas en las empresas manufactureras de los cinco países considerados.

CONCLUSIONES

La entrada en vigor de la Constitución de 1978 supuso un revulsivo para las empresas españolas de la época de tanta intensidad como lo fue para la sociedad de entonces. De un entorno de protecciónismo, concesiones administrativas, circuitos privilegiados de financiación y mano de obra barata, a cambio de crear empleo, pasaron a la libre empresa, la economía de mercado y el objetivo de la productividad. Y, pese a la magnitud del reto, las empresas españolas también se transformaron y, en la actualidad, ofrecen una perspectiva radicalmente diferente a la de hace veinticinco años. Sus indicadores de estructura económica muestran los efectos de la mayor competencia actual, que reduce las ventas por unidad de activo total, pero también su apuesta por la mayor intensidad de capital inmovilizado que ahora se precisa para conseguir dichas ventas. Su gestión económica muestra una elevada eficiencia comercial, con mayores márgenes de beneficio sobre ventas, pero a cambio de amortizar adecuadamente los activos

inmovilizados de explotación, para mantener su funcionalidad. Su estructura financiera está más capitalizada y sus deudas se reestructuran progresivamente desde el corto hacia el medio y largo plazo, auspiciado todo ello por una gestión más eficaz de los capitales circulantes. Y pese a que la rentabilidad económica se ha reducido por la mayor competencia, la sustancial rebaja en el coste aparente de las deudas les permite ofrecer un apalancamiento financiero amplificador, que incrementa la rentabilidad neta por unidad de activo total y la retribución mediante dividendos a los accionistas.

Esa radical transformación en lo económico y en lo financiero de las empresas españolas se vio impulsada, asimismo, por la entrada de nuestro país, en 1986, en la entonces denominada CEE. Un nuevo entorno económico exigente y restrictivo, que ampliaba la dimensión del mercado potencial y ponía las expectativas de futuro en un mercado integrado y con una sola moneda. Se acentuaba así espectacularmente la competitividad, por la concurrencia efectiva de empresas transnacionales en la generalidad de los sectores de operación, y por la desregulación y globalización efectivas del sistema financiero, que lo situaban en un nivel de desarrollo superior al del sistema real y con unas tasas de rentabilidad financiera que excedían de modo ostensible de las que podían generar las inversiones productivas. Ante lo cual, las empresas españolas debían apostar progresivamente por la eficiencia comparada, la reestructuración de sus costes y el posicionamiento de mercado en términos de calidad-precio. Y, de nuevo, la apuesta era la buena, ya que mediados los años noventa logra-

EVOLUCIÓN ECONÓMICO-FINANCIERA DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS DESDE 1978...

**CUADRO 3
ALGUNOS INDICADORES DE COMPETITIVIDAD COMPARADA.
MEDIANAS DE LOS DIFERENTES INDICADORES (1993-2000)**

	Alemania	Austria	España	Francia	Italia	R. Unido
Indicadores económico-financieros cuantificados (registrados)						
Producto Interior Bruto (miles de millones \$)	2087,80	205,35	550,30	1399,35	1103,80	1220,70
Crecimiento real del PIB (%)	2,55	1,93	2,48	1,76	1,25	1,91
Índice precios de consumo (tasa media anual) (%)	2,00	2,10	3,53	1,72	3,23	2,60
Tipo impositivo medio sobre las empresas (%)	56	34	35	40	37	31
Tipo de interés real a corto plazo	1,56	2,02	2,75	2,99	3,20	3,69
Capitalización mercado bursátil (miles de millones \$)	825,20	34,00	289,70	677,90	336,20	2097,60
Capitalización mercado bursátil (porcentaje del PIB)	38,96	16,03	53,16	47,78	29,66	152,24
Valores negociados en Bolsa (media últimos 2 años) (\$ per cápita)	7356	2550	3146	5448	1790	9925
Número de empresas nacionales cotizadas	681	106	376	683	241	2070
Tamaño de los bancos (nº de bancos entre los 500 primeros, s/activos)	45	7	19	15	32	15
Activos del sector bancario (porcentaje del PIB)	149,14	134,51	117,24	109,35	95,68	125,24
Spread tipos (préstamos menos depósitos) (%)	6,40	3,44	2,23	2,84	5,57	2,73
Tamaño de las empresas (nº de ellas en Fortune 500 s/ventas)	42	0	5	40	12	35
Factoring (%)	0,63	0,40	0,43	1,00	1,20	1,13
Indicadores económico-financieros cualitativos (encuestados)						
Incentivos para la inversión de inversores extranjeros	4,5	7,1	7,1	6,2	4,4	7,5
Coste del capital no disuasorio de lo económico	7,5	7,0	5,8	6,0	4,1	6,0
Crédito bancario fluido hacia las empresas	6,8	7,2	5,7	5,4	3,8	6,1
Actuación de instituciones financieras extranjeras	8,9	8,5	8,0	7,7	7,4	8,4
Acceso a mercados de capitales no restringido a extranjeros	8,7	8,6	8,1	7,9	7,5	8,4
Acceso a mercados de capitales extranjeros	8,9	8,7	7,8	7,8	7,1	8,3
Bolsa y su adecuada financiación a las empresas	6,8	5,0	5,9	6,6	3,8	6,9
Capital riesgo disponible para el desarrollo empresarial	5,0	4,2	4,7	5,4	3,9	7,0
Definición de derechos y responsabilidades de los accionistas	7,6	7,3	6,8	6,6	5,7	7,8
Información privilegiada no habitual	7,0	5,8	5,2	5,9	4,9	6,8
Regulación de las instituciones financieras favorece estabilidad	8,2	8,0	7,1	6,9	5,4	6,9
Confidencialidad de las transacciones financieras	8,1	8,2	7,2	7,2	6,3	7,1
Transparencia en las instituciones financieras	7,3	7,1	6,5	6,5	5,3	6,4
Cultura financiera	6,8	6,4	5,3	5,5	4,3	4,9
Habilidades financieras en los empleados	8,0	7,3	6,7	7,3	6,3	7,4
Creación de valor para los accionistas	6,2	5,6	6,2	5,7	5,1	6,9
Recursos financieros para el desarrollo tecnológico	6,8	5,2	4,3	5,6	3,8	5,2
Nuevas tecnologías de la información	7,4	7,0	6,2	6,9	4,9	6,9
Comercio electrónico	6,2	5,7	4,3	5,0	3,6	6,2

FUENTE: Institute for the Management Development (varios años), *The World Competitiveness Yearbook*, Lausanne, IMD. Elaboración propia.

ban recuperar la tendencia creciente en su rentabilidad económica y, junto con la continua rebaja de los tipos de interés, reencontrar el efecto apalancamiento amplificador (ROE>ROA) que se había perdido veinte años atrás.

En ese entorno europeo, las empresas españolas también ofrecen un favorable balance comparado, en el que las referencias han sido las PYME manufactureras de Alemania, Austria, Francia e Italia, entre 1986 y 1996. En el capital económico, las empresas españolas han incrementando sus activos fijos y reducido sus existencias, de forma que, exceptuando el caso austriaco, son tanto las que alcanzan el mayor nivel en dichos activos como las que evidencian el mayor esfuerzo inver-

sor a lo largo de los diez años considerados, además de ser las empresas que operan con el menor nivel de existencias de toda la muestra. Sin embargo, las ponderaciones en sus balances de las inversiones a corto y la tesorería, son las más elevadas, como un posible indicio de una gestión de la liquidez todavía «pasiva» y/o de la afectación de las disponibilidades como colateral de garantía para la financiación bancaria a corto plazo.

Entre los indicadores del capital financiero, se detecta la idiosincrasia de la elevada capitalización mediante recursos propios de las PYME manufactureras españolas, que han ido incrementando, además, su peso en relación con los recursos ajenos desde 1996, y que tienen

una previsible conexión con las relaciones banca-industria vigentes en España. Al igual que parecen tenerla con la financiación bancaria a corto plazo, que es también claramente superior en los países de menores PYME, como son Italia y España, pese al gran esfuerzo desplegado por las PYME manufactureras españolas para reducir la incidencia de este recurso financiero entre 1986 y 1996. En el caso de la financiación bancaria a largo plazo, además de ser prácticamente inexistente para las empresas españolas consideradas hasta 1993, parece comportarse incluso de forma procíclica, reduciendo su peso con las crisis e incrementándose con las reactivaciones. Finalmente, los créditos de provisión, ya sean la financiación implícita recibida de

los proveedores o las facilidades de pago concedidas a los clientes, evidencian su carácter necesario y estructural para las empresas de los países del sur de Europa, ante las restricciones que padecen para el acceso a otras fuentes financieras.

Esas pautas distintivas entre las empresas de los países europeos parecen deberse a factores condicionantes, institucionales e idiosincrásicos, que sólo están en condiciones de superar las empresas de mayor dimensión. Así, un entorno de crecimiento generalizado, con tasas de inflación controladas y con bajos tipos de interés es la condición necesaria para un favorable desarro-

llo de la actividad empresarial, pero no es condición suficiente para que se beneficien por igual del mismo los diferentes sectores empresariales. Un aspecto, éste, que requiere un mayor estudio y que recuerda que sigue siendo necesario el esfuerzo de todos para afrontar los retos de la convergencia real entre los más de 18 millones de unidades empresariales que existen en la UE, la generación de más y mejores empleos, el mantenimiento del «estado del bienestar», la dotación de infraestructuras, la inversión en factores intangibles de competitividad y la armonización entre los niveles relativos de eficiencia alcanzados por los sistemas real y financiero.

• • • • •
BIBLIOGRAFÍA

- CENTRAL DE BALANCES (2002): Resultados anuales de las empresas no financieras, 1992-1999, 2000 provisional y avance de resultados de 2001, Madrid, Banco de España.
CUERVO, A. y TORRE, P. (dirs.) (1983): Examen económico-financiero de la empresa española (sexto análisis), Madrid, APD.
EUROPEAN COMMITTEE OF CENTRAL BALANCE SHEET OFFICES (2000): Corporate Finance in Europe from 1986 to 1996, Own Funds Working Group (www.ssrn.com).
INSTITUTE FOR THE MANAGEMENT DEVELOPMENT (varios años): The World Competitiveness Yearbook, Lausanne, IMD

• • •
NOTA

ROE (Return on Equity), que define la rentabilidad financiera. ROA (Return on Assets), que define la rentabilidad económica.