
«La situación económico-financiera comparada de las empresas manufactureras vascas»

Este artículo ofrece un análisis comparativo de la situación económico-financiera de las empresas manufactureras vascas frente a las de un conjunto de países comunitarios, Japón y EE.UU. En el estudio se han tomado dos años de referencia, 1993, año en el que el ciclo económico recesivo tocó fondo, y 1998, último año con datos económico-financieros conjuntos disponibles para esta época de expansión. El análisis comparativo internacional se ha realizado tanto para el conjunto de la industria manufacturera así como para distintos estratos de tamaño de empresa.

Artikulu honek EAEko empresa manufakturagileen ekonomi eta finantza egoera Europako zenbait herrialdetako, Japoniako eta Estatu Batuetako enpresen egoerarekin alderatu ditu. Azterlanean, bi urte hartu dira kontuan: batetik, 1993. urtea, ekonomiaren atzeraldiak hondoan jo zuenekoan baita; eta bestetik, 1998. urtea, aipatutako lurralteko guztiarako ekonomi eta finantza datuak eskura dauzen hedaldi honetarako azken urtea baita. Nazioarteko alderaketa industria manufakturagile osoarentzat eta enpresaren tamainaren arabera egin da.

This article offers a comparative analysis of the economic and financial situation of Basque manufacturing companies as compared to those of a set of countries in the European Community, Japan and the USA. Two years have been taken as a reference period in the study; 1993, the year in which the recessive economic cycle reached its turning point, and 1998, the last year with joint economic and financial data available for this era of expansion. The comparative international analysis has been carried out for the whole of the manufacturing industry and also for strata of various sizes in the companies.

ÍNDICE

- 1. Introducción**
 - 2. Análisis de la estructura del pasivo del balance y de las fuentes de financiación**
 - 3. Análisis de la estructura de costes y de los resultados empresariales**
 - 4. Análisis de la rentabilidad económica y financiera**
 - 5. Análisis de las primas de riesgo**
 - 6. Análisis por estratos de tamaño**
 - 7. Conclusiones**
- Referencias bibliográficas**
Anexos

Clasificación JEL: M2, M4

1. INTRODUCCIÓN

Este artículo ofrece un análisis comparativo de la situación económico-financiera de las empresas manufactureras vascas frente a las de un conjunto de países comunitarios, Japón y EE.UU.

El análisis comparado de la situación de las empresas manufactureras se ha articulado en torno a los tres siguientes apartados:

- Análisis de la estructura del pasivo del balance y de las fuentes de financiación, que están determinados tanto por las decisiones empresariales como por la distinta naturaleza de los sistemas financieros de cada país.
- Análisis de la estructura de costes de las empresas, que permite poner de manifiesto la importancia relativa de

los factores de coste básicos para la empresa, así como su nivel de resultados.

– Análisis económico-financiero, que permite estudiar la incidencia de las decisiones empresariales sobre los distintos niveles de rentabilidad que alcanza la empresa.

Asimismo el estudio realizado de la situación comparada de las empresas según su tamaño muestra las diferencias detectadas en el comportamiento del sistema financiero respecto a las empresas pequeñas, medianas y grandes en los distintos ámbitos territoriales estudiados.

En el estudio se han tomado dos años de referencia: 1993, año en el que el ciclo económico recesivo que atraviesa la economía vasca, española y europea desde

finales de los ochenta toca fondo, y 1998, por ser el último año para el que se dispone de datos económico-financieros conjuntos para esta época de expansión.

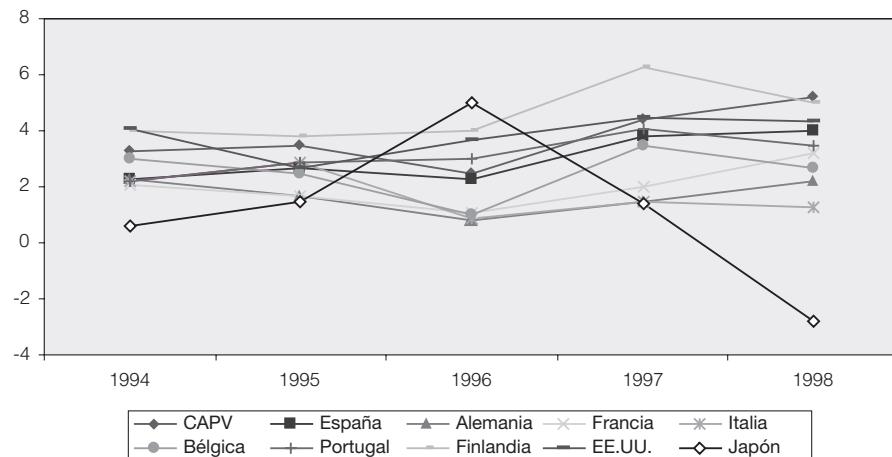
En el panorama internacional cabe señalar que todos los países que se han incluido en este estudio viven un período expansivo entre 1993 y 1998, aunque con desigualdades en cuanto al ritmo de recuperación. Tal y como muestra el Gráfico 1, en la CAPV y España el porcentaje de variación anual del PIB alcanza su máximo en el año 1998, con un incremento superior al que se produce en el resto de países estudiados (salvo Finlandia, con un incremento mayor al que se da en España). Esta situación favorable de las

economías vasca y española se verá reflejada en la situación económico-financiera de sus empresas.

El análisis comparado entre esos dos años va a permitir poner de manifiesto cómo mejoran los resultados de las empresas, y cómo inciden en ello la vertiente económica y la vertiente financiera, y se señalarán las diferencias más significativas existentes entre las empresas de los diferentes países analizados.

Las fuentes de información utilizadas para el análisis económico-financiero comparado de las empresas manufactureras han sido la base de datos BACH para los datos de España, países europeos, EE.UU. y Japón y la base de datos SABE-

Gráfico nº1: **PIB-Porcentaje de variación anual. Año base 1995. Precios constantes.**



Fuente: Cuentas económicas de Eustat, para datos de la CAPV y European Economy, para el resto de países.

Informa para la CAPV. En el Anexo 1 se describen la metodología y fuentes de información utilizadas con mayor detalle.

A partir de los datos suministrados por la base BACH y SABE se calculan todo un conjunto de variables relativas que permitirán detectar las principales características del comportamiento económico-financiero de las empresas manufactureras. Las variables relativas utilizadas así como su forma de cálculo quedan reflejadas en Anexo 2.

2. ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DEL PASIVO DEL BALANCE Y DE LAS FUENTES DE FINANCIACIÓN

Los sistemas financieros de los países desarrollados se clasifican como sistemas financieros orientados hacia los mercados o sistemas financieros orientados hacia los intermediarios financieros. La naturaleza de esta clasificación es compleja y se puede analizar desde distintas perspectivas, según la importancia que presenten los mercados e intermediarios financieros como agentes proveedores de fondos a la economía, hecho que a su vez condiciona las formas de gobierno empresarial, naturaleza y características de la estructura de propiedad y control de las empresas en las distintas economías. Por todo ello, en la estructura financiera de las empresas se acusa la diferente naturaleza de los sistemas financieros, aunque en menor medida, ya que la autofinanciación resulta ser la principal fuente de financiación empresarial en la mayoría de los distintos sistemas financieros analizados. Por lo tanto, la estructura de ba-

lance y de la financiación, además de ser reflejo de las decisiones y comportamientos empresariales, está en parte condicionada por las características de los sistemas financieros de cada país.

En este primer apartado se presenta el análisis de la estructura del pasivo del balance y de las fuentes de financiación de las empresas manufactureras con el objetivo de poner de manifiesto las diferencias detectadas en los distintos ámbitos analizados.

- Como muestra el Cuadro nº1, España destaca en 1998 con el nivel de fondos propios más elevado, seguido de Portugal, Bélgica y la CAPV. Todos ellos presentan niveles superiores a la media europea, la cual no se aleja demasiado del nivel de fondos propios de Japón o Estados Unidos. Este alto nivel de autofinanciación, pese a aportar solidez a la estructura financiera puede limitar tanto la capacidad de crecimiento de la empresa como la rentabilidad obtenida por los accionistas de la misma. Italia y Alemania son los países con menores niveles de fondos propios. El análisis de las provisiones, complementa el anterior, en tanto en cuanto los fondos de provisión pudieran considerarse elementos de la financiación propia y no ajena. Así, Alemania, pese a presentar un bajo nivel de fondos propios, tiene un destacado nivel de provisiones, constituidas fundamentalmente por dotaciones para fondos de pensiones internos de los trabajadores.

Cuadro nº1: Análisis de la estructura de balance y de la financiación. Datos en %.

	Ratio de provisiones	Ratio de fondos propios	Ratio de fondo maniobra	Ratio de deuda a largo	Ratio de deuda banc. s/ RR.AA con coste	Ratio de deuda banc. s/ RR.AA	Ratio de deuda bancaria a largo	Ratio deuda comercial
	93	98	93	98	93	98	93	98
CAPV	3,5	2,2	34,92	39,54	11,93	14,02	28,91	26,23
España	5,40	4,67	32,97	45,57	6,05	12,72	24,35	n.d.
Alemania	32,21	31,60	30,23	33,61	25,63	25,54	17,9	73,94
Francia	5,57	5,06	34,89	39,11	20,23	19,79	33,81	29,20
Italia	7,89	7,90	37,90	28,33	10,36	13,55	17,45	18,76
Bélgica	4,07	4,43	37,90	41,23	9,42	7,74	36,09	35,75
Portugal	1,31	1,33	43,66	44,53	15,05	16,11	32,15	29,99
Finlandia	8,89	10,31	27,22	38,83	17,08	14,05	52,90	50,05
EU-7	16,90	16,37	31,40	35,11	18,66	19,05	23,89	20,91
Japón	4,18	3,95	32,35	37,01	14,81	14,81	37,28	35,47
EE.UU.	16,40	14,31	35,84	36,96	11,00	8,61	45,94	45,39

Fuente: SABE para los datos de la CAPV, Proyecto BACH para resto de países y elaboración propia.

En cuanto a la evolución del nivel de fondos propios durante el período, se aprecia un proceso de saneamiento de la estructura financiera con un incremento de los fondos propios en todos los países analizados, salvo Italia, destacando España con una mejora de 13 puntos, seguido de Finlandia, Francia y la CAPV. Este saneamiento de la estructura financiera experimentado en el período responde a la necesidad, en España y otros ámbitos territoriales, de reducir el endeudamiento soportado en el período de recesión, cuando además las empresas soportaban un apalancamiento negativo, ya que el coste de los recursos ajenos resultaba superior a la rentabilidad obtenida de las inversiones realizadas. Sin embargo, durante el período de expansión analizado, el aumento de su rentabilidad y la disminución del coste de la deuda invierte la tendencia del apalancamiento, paradójicamente en un momento en el que las empresas van reduciendo sus niveles de endeudamiento.

Sin embargo, las diferencias entre países encontradas en esta ratio pueden ser en parte debidas a una falta de armonización contable¹. Así, los meno-

res niveles de Alemania, pueden deberse a una mayor rigidez para contabilizar intangibles o activar gastos. Por otro lado, la aceptación de la actualización de balances, pueda justificar el alto nivel de fondos propios de Portugal. Por último, en el caso de EE.UU. el hecho de que los balances correspondan a empresas consolidadas lleva a la minusvaloración de deudas entre empresas del grupo. Estos dos aspectos explicarían el nivel de fondos propios de este país.

– En cuanto al vencimiento de la deuda, en 1993 en la CAPV se aprecia una mayor proporción de deuda a largo plazo en comparación a Europa-7², pero destacan con niveles notablemente superiores Finlandia, Estados Unidos y Japón. Presentan una baja proporción de deuda a largo plazo sobre el total de deuda, inferior a la media europea, países como Alemania, Italia y España, país este último donde se experimenta una reducción importante del vencimiento de la deuda durante el período analizado, por lo que se puede concluir que el proceso de saneamiento antes mencionado, ha llevado a eliminar en mayor medida la deuda a largo plazo.

¹ Por ejemplo, en algunos países como Alemania, EE.UU. y Japón no se acepta la actualización de balances, práctica permitida, sin embargo, en el resto de países analizados. No obstante esta diferente práctica contable, puede facilitar comparaciones ya que países como España, Portugal e Italia que han soportado tasas de inflación altas, necesitan revalorizar sus activos para hacerlos comparables. Otras fuentes de diferencias son la distinta rigidez para contabilizar intangibles o activar gastos, siguiendo países como Alemania, Japón y EE.UU. principios de contabilización más estrictos que otros

países como España. Asimismo, los efectos comerciales descontados y las operaciones de leasing se tratan de formas diferentes, siendo objeto de inclusión en el balance en países como España y EE.UU., frente a su consideración como cuentas de orden en otros.

² Hay que tener en cuenta que la CAPV presenta un nivel de deuda a largo plazo menor, si no se incluyesen los datos relativos al sector siderúrgico que, por el efecto de la reconversión, presenta en 1993 un nivel de endeudamiento a largo plazo muy elevado, del 41,7%.

Resulta, asimismo importante señalar que las diferencias en las prácticas contables introducen de nuevo distorsiones en estas comparaciones. Entre ellas podemos señalar, la contabilización de los derechos sobre bienes en régimen de arrendamiento financiero sólo registradas en Bélgica, Portugal, España y EE.UU.; partida que resulta significativa en el caso de Alemania, lo cual infravaloriza la deuda a largo plazo de este país. O también la re-clasificación de las deudas a largo cuando se aproxima su vencimiento, práctica no empleada en Francia por lo que el volumen de deuda a largo está en cambio sobrevalorada.

– El fondo de maniobra resume el equilibrio de la estructura financiera de la empresa, y expresa la parte del activo circulante que está financiada con recursos a largo plazo. Junto con la mejora que experimenta esta ratio en la CAPV, sobresale el saneamiento que ha tenido la empresa española donde la relación del fondo de maniobra sobre activo, se ha multiplicado por dos en el periodo analizado, observándose una mayor estabilidad en el resto de ámbitos territoriales.

El análisis del fondo de maniobra muestra por un lado a países como Alemania, que presenta el mayor nivel de esta ratio, debido en gran parte a su nivel de provisiones, seguido a cierta distancia por Francia y Portugal, todos ellos con un nivel que se mantiene durante los años analizados. Y a su vez, podemos destacar,

la situación que presenta Bélgica y Estados Unidos, con los menores niveles de esta ratio, que además han experimentado un empeoramiento durante el periodo 1993-98.

– En cuanto al nivel de endeudamiento bancario sobre recursos ajenos con coste, cabe destacar la posición que en los dos años analizados, presenta Japón, quien, tras Italia, es el país con mayor nivel de deuda bancaria. Es decir, una parte importante de la financiación con coste que las empresas japonesas toman es a través de los intermediarios financieros, lo que parece lógico en un sistema financiero como el japonés, donde la banca ejerce un papel preeminente en la provisión de financiación a la economía. Asimismo y de acuerdo con la literatura al uso, Portugal, Alemania y España, países tradicionalmente clasificados dentro de los sistemas financieros orientados hacia los intermediarios, siguen en posiciones a Japón con un endeudamiento bancario importante, alcanzando la CAPV niveles menores aunque algo por encima de la media europea.

Sin embargo, si calculamos la importancia relativa de la deuda bancaria sobre el total de recursos ajenos (en lugar de calcularlo sólo sobre los recursos ajenos con coste), se obtienen unas conclusiones diferentes. Por ejemplo, Alemania presentaría una baja dependencia de la deuda bancaria, situándose incluso en 1998 con una ratio inferior al de EE.UU. Esto está causado por el elevado peso de la

partida “Otras deudas a corto plazo” en Alemania, partida que refleja la existencia de formas alternativas de financiación en este país. En cuanto a la CAPV, cabe destacar que el menor nivel de deuda bancaria que presenta frente a los datos de España se puede explicar por las diferentes fuentes de datos utilizadas. En el caso de la CAPV, la base de datos SABE ofrece los datos de deuda bancaria sólo para empresas que depositan cuentas normales, generalmente empresas de mayor tamaño y con un menor nivel de endeudamiento bancario.

Asimismo cabe señalar el elevado nivel de deuda comercial española, lo cual pone de manifiesto que tanto la banca como la financiación de los proveedores constituyen las principales fuentes de financiación ajena de la empresa española, hecho que muestra la escasa relevancia de los mercados de capitales y de deuda en la financiación de las empresas no financieras españolas³.

Estados Unidos, por su parte, presenta la menor ratio de deuda con entidades de crédito, lo cual de nuevo apoya la caracterización del sistema financiero de este país, orientado hacia los mercados, donde la banca no tiene un papel tan relevante como financiadora de la economía. Asimismo con niveles bajos de deuda bancaria se sitúan Francia y Bélgica.

– En lo que respecta al plazo del endeudamiento con la banca, merece la pena destacar el dato presentado por Estados Unidos, que tiene la mayor proporción de la deuda bancaria a largo plazo, con una diferencia muy importante respecto al resto de ámbitos territoriales analizados. Esto parece no comulgar con un sistema financiero orientado hacia los mercados, donde en principio, la banca se limita a mantener relaciones a corto con empresas. Por tanto, las empresas americanas además de presentar una deuda bancaria inferior a las europeas (excepto en 1998 en el caso de Alemania, Francia y Bélgica), disfrutan de una composición del endeudamiento a largo plazo que les sitúa en una posición favorable. En cuanto a España y CAPV, presentan una posición inferior a la media europea, sólo por delante de Alemania y Italia. Este comportamiento podría llevarnos a pensar que en los países donde más importante es la deuda bancaria, y por tanto donde mayor riesgo es asumido por los intermediarios financieros, éstos para compensar el riesgo asumido, prestan una menor proporción de la deuda a largo plazo; contrariamente al comportamiento de vinculaciones a largo plazo con la empresa tradicionalmente asociado a estos sistemas financieros⁴.

³ El bajo nivel de deuda comercial en algunos países es fruto de diferentes prácticas contables, ya que los datos relativos a grupos de empresas aparecen consolidados en el caso de Estados Unidos, y

en Alemania y Portugal no se incluyen las deudas del grupo y asociadas.

⁴ Esta conclusión requería un análisis estadístico cuyo valor se ve limitado dado el escaso número de observaciones.

3. ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE COSTES Y DE LOS RESULTADOS EMPRESARIALES

En el Cuadro nº2 se presentan las principales ratios de la cuenta de resultados de las empresas manufactureras de la CAPV, países europeos, EE.UU. y Japón, en relación con el valor añadido⁵.

Las principales características distintivas de la empresa vasca en lo que respecta a su estructura de costes son las siguientes:

– Las empresas de la CAPV presentaban una ratio valor añadido sobre ventas mayor que el resto de países analizados, sólo superada por las empresas alemanas. La situación relativa de la CAPV que se apreciaba en 1993, se mantiene en 1998, con la salvedad de que en este último año Finlandia presenta los valores más altos para esta ratio. Cabe señalar la peor situación relativa de España frente al resto de países analizados respecto a esta variable.

Durante el período 1993-98, todos los países a excepción de Japón, experimentan reducciones en el valor de esta variable y por lo tanto, las empresas de la CAPV siguen presentando una situación relativa mejor; por el contrario, en España se aprecia una situación relativa peor junto a Japón e Italia.

⁵ Se han presentado las ratios sobre valor añadido en lugar de sobre producción por considerarse el valor añadido una variable más adecuada para valorar la estructura de costes de una agrupación de actividades como la que se engloba bajo el epígrafe de "industria manufacturera".

Son numerosas las razones que podrían justificar de forma genérica un valor superior en esta variable: mayor grado de integración de la empresa, mayor grado de especialización en sectores de alto valor añadido, nivel de precios más alto que sus competidoras de otros países, lo que podría estar motivado por un nivel de diferenciación mayor en los productos ofertados. De cualquier manera, la contrastación de la mayor parte de las causas explicativas apuntadas requeriría la utilización de fuentes de información adicionales a la información económico-financiera aquí manejada.

- Los costes laborales sobre el valor añadido tienen una importancia relativa intermedia en la CAPV tanto en 1993 como en 1998. España y Alemania eran los países que en 1993 presentaban el mayor valor en esta variable. Durante el período 1993-98 todos los países experimentan reducciones importantes, destacando España con un descenso de 22 puntos, lo que la sitúa entre los países con menor importancia relativa de los costes laborales en 1998 (sólo por detrás de Finlandia y Portugal).
- La amortización sobre el valor añadido es en la CAPV menor tanto en 1993 como en 1998 (sólo superior a la de Alemania, Finlandia y Japón). Durante el período 1993-98 el porcentaje de las dotaciones sobre valor añadido disminuye en todos los países, salvo Portugal, país que presenta este último año el porcentaje más elevado.

Conviene destacar que desde el punto de vista contable la amortización está sujeta a criterios legales y empresariales que dificultan su interpretación económica en un análisis comparado como éste. A pesar de sus limitaciones, es destacable el hecho de que las diferencias entre países se mantengan estables en los dos años estudiados, hecho que también se ha puesto de manifiesto por otros autores (Ver Rivera *et al.* 1993).

– Los costes financieros presentan una importancia relativa mayor en la CAPV (sólo inferiores a los de Finlandia e Italia). Se aprecia una notable reducción de los mismos en todos los ámbitos, destacando el descenso de los mismos en la CAPV, España, Italia y en Finlandia. Los diversos factores que inciden sobre esta variable (tipos de interés aplicados y nivel de endeudamiento) explica el que la evolución de la misma en cada uno de los países responda a razones particulares.

En el caso de la CAPV y España, la notable reducción que experimenta el valor de esta variable se debe en gran medida a la disminución en más de un 50% del coste del endeudamiento.

– La importancia relativa de los resultados extraordinarios en la cuenta de resultados es menor en la CAPV, tanto en 1993 (salvo España, Finlandia y Japón) como en 1998 (salvo Japón), lo cual debe ser interpretado positivamente, ya que demuestra que la capacidad de generación de resultados depende fundamentalmente de

la actividad económica básica ligada a la propia actividad de la empresa (20,28% de resultado neto de explotación sobre valor añadido frente al 0,11% de resultados ajenos a la explotación sobre valor añadido)⁶.

– Finalmente, el resultado neto sobre el valor añadido tiene una notable mejora, pasando de ser negativo a positivo. Sin embargo en 1998 las empresas de la CAPV presentan el menor resultado neto (sólo superior al de Japón). En el caso de España, el buen comportamiento de las principales partidas de coste la dejan con un nivel de rentabilidad superior al resto de competidores a excepción de Finlandia y Bélgica.

4. ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD ECONÓMICA Y FINANCIERA

En este apartado se presenta el análisis de las ratios económico-financieras de la industria manufacturera de los distintos

⁶ Las diferencias encontradas en esta ratio entre los distintos países pueden ser en parte debidas a la falta de armonización total contable y por ello deben interpretarse con cautela. Así, por ejemplo en el caso de Bélgica se incluyen como ingresos financieros las subvenciones recibidas para pagar los gastos financieros, lo cual produciría una leve sobrevaloración de los mismos y por lo tanto una sobrevaloración de los resultados extraordinarios. Asimismo, Finlandia también tiene sobrevalorados sus ingresos financieros, por el importe de las subvenciones para gastos financieros y algunas empresas incluyen aquí las subvenciones de capital transferidas al resultado del ejercicio. Por el contrario, en Alemania e Italia se produce una infravaloración de los ingresos financieros; en el primer caso porque las diferencias positivas de cambio se registran en el epígrafe de "Otros ingresos de explotación" y en el caso de Italia porque se clasifican sólo las que se deben a operaciones financieras.

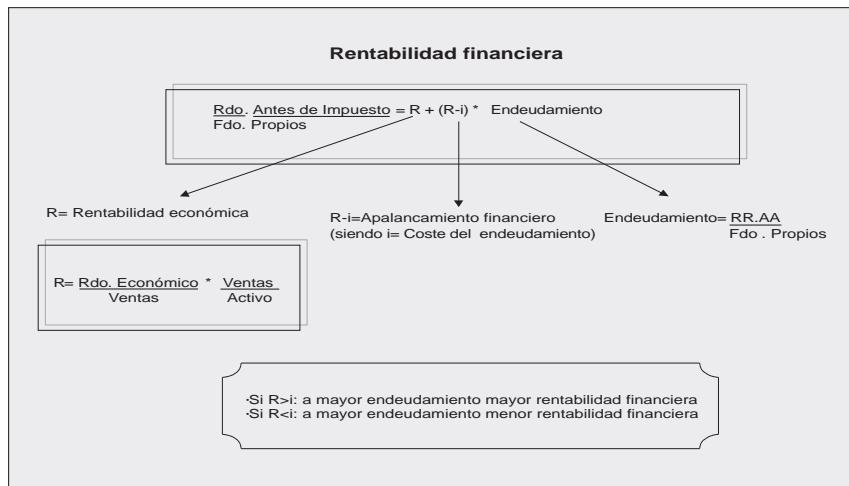
Cuadro nº2: **Análisis de la estructura de balance y de la financiación. Datos en %.**

	Ratio de valor añadido s/vatas.	Ratio de costes laborales s/vA	Ratio de amortiz s/vA	Ratio de rdo. neto expto. s/vA	Ratio de costes financieros s/vA	Ratio de rdo. ajeno expl.(*) s/vA	Ratio de rdo. neto s/vA
	93	98	93	98	93	98	93
CAPV	33,23	30,07	74,60	62,96	17,58	16,76	7,82
España	26,98	23,87	81,28	59,11	20,68	18,64	-1,96
Alemania	33,47	30,00	83,15	74,33	15,24	13,13	1,61
Francia	29,81	27,39	69,84	65,02	20,73	18,51	9,43
Italia	27,05	24,55	66,65	61,63	20,51	18,82	12,84
Bélgica	29,13	28,11	70,13	62,01	22,83	21,13	7,04
Portugal	30,11	27,72	62,04	55,34	23,05	26,70	14,91
Finlandia	31,41	33,06	57,62	52,42	15,35	13,82	27,03
EU-7	30,65	28,09	75,40	67,20	18,43	16,55	6,17
Japón	26,50	26,72	67,36	66,69	14,04	13,62	18,6
EE.UU.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

Fuente: SABE para los datos de la CAPV, Proyecto BACH para resto de países y elaboración propia.

(*) En el caso de Finlandia y Japón, los resultados ajenos a la explotación no incluyen la corrección valorativa de activos financieros por no disponerse de ese dato. Por lo tanto tampoco esta incluido en el resultado neto final. En el cálculo de Europa-7 no se ha incluido ni a Finlandia ni a Portugal.

Ilustración 1: Interrelación entre las ratios utilizadas en el análisis económico-financiero



ámbitos analizados. En la Ilustración 1 se puede observar la interrelación existente entre las ratios utilizadas para este análisis económico-financiero.

Las empresas de la CAPV partiendo en 1993 de una rentabilidad financiera de signo negativo e inferior a la media europea, logran en 1998 una rentabilidad superior a la media europea, sólo inferior a la de las empresas españolas y finlandesas. Hay que destacar el dinamismo español, que partiendo de una situación mucho peor que el resto de países analizados, logra en 1998 una rentabilidad financiera muy elevada, sólo superada por Finlandia.

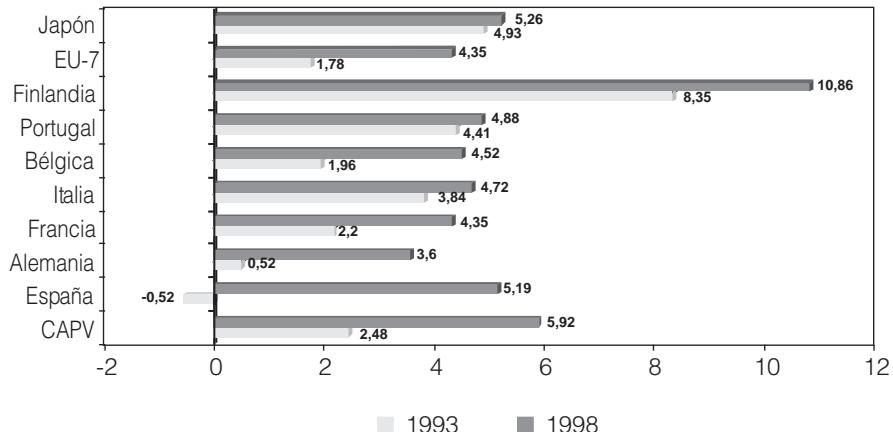
Al analizar las razones de esta elevada rentabilidad financiera de las empre-

sas de la CAPV, observamos los siguientes comportamientos en las variables explicativas:

- Que la rentabilidad económica presenta una notable mejora, con un valor superior a la media europea. Esta evolución positiva de la rentabilidad económica se debe sobre todo al aumento del margen de ventas⁷, que queda por encima de la media europea y en menor medida al incremento de la rotación de la inversión, que presenta un valor en 1998 inferior a la media europea.

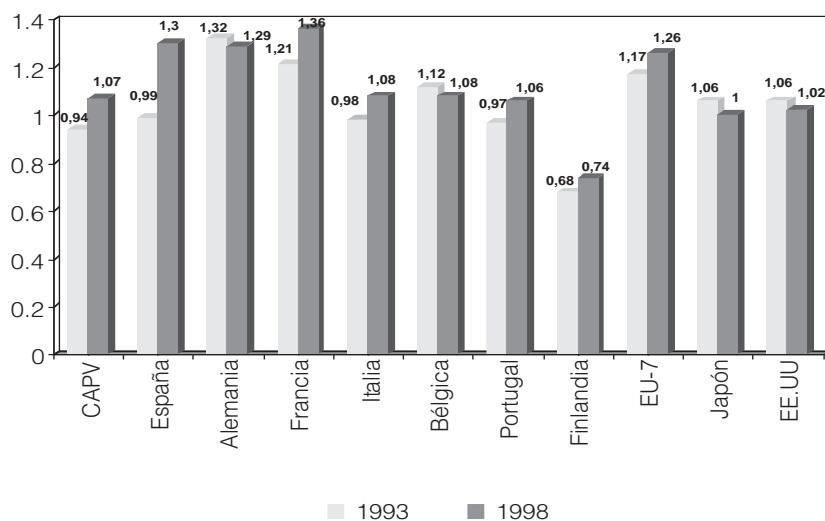
⁷ Hemos trabajado con el resultado económico sobre producción como mejor indicador del margen sobre ventas. Por coherencia interna la rotación del activo se ha calculado sobre la producción.

Gráfico nº2: **Margen sobre ventas. Datos en %.**



Fuente: SABE para los datos de la CAPV, Proyecto BACH para resto de países y elaboración propia.
Nota: No hay dato disponible para EE.UU

Gráfico nº3: **Rotación de la inversión**



Fuente: SABE para los datos de la CAPV, Proyecto BACH para resto de países y elaboración propia.

En el caso español, la espectacular mejora de la rentabilidad económica se ve fundamentada por la mejora del margen de ventas durante el período analizado, que pese a partir de una peor situación relativa, debido al impacto de una coyuntura económica expansiva, alcanza uno de los valores más altos en 1998. Por otro lado, también la rentabilidad económica se ve favorecida por un aumento importante en la rotación de la inversión, con un valor superior a la media europea.

Comparando la evolución de la empresa española con la de la CAPV, vemos que aunque las empresas de la CAPV en 1998 obtienen un margen sobre ventas mayor que las empresas españolas, sin embargo tienen una rotación menor, por lo que acaban presentando un nivel de rentabilidad económica algo menor.

Esta evolución está reflejando una mejor posición competitiva de las empresas de la CAPV y España, que estaría motivada por la mejora en la estructura de costes de las empresas; en concreto, por la mayor disminución en términos relativos de la incidencia de los costes determinantes del margen sobre ventas: costes laborales y amortizaciones.

En el caso de Japón, en 1993 presentaba uno de los mayores niveles de rentabilidad económica, más de tres puntos por encima de la media europea, sin embargo en 1998 esa distancia se acorta mucho, dado el menor

incremento que experimenta el margen sobre ventas y la disminución de la rotación de la inversión, posibles efectos de la recesión económica.

En cuanto a Alemania, presenta una rentabilidad económica inferior a la media europea, ya que a pesar de que la rotación es superior a la media, este hecho no compensa el efecto negativo que tiene sobre la rentabilidad económica su menor margen sobre producción. A su vez, este bajo nivel del margen está motivado por los altos costes laborales que soporan las empresas alemanas, lo que las sitúa con el menor resultado neto de explotación, tal y como se observa en el Cuadro nº2.

El país con mayor rentabilidad económica es Finlandia tanto en 1993 como en 1998, fundamentalmente por su elevado margen sobre ventas, que en 1998 casi triplica la media europea, siendo su rotación de la inversión inferior a la media europea.

– Por otro lado, tal y como muestra el Cuadro nº 3, el coste del endeudamiento de las empresas de la CAPV se reduce en más de la mitad durante el período analizado, por lo que en 1998 el apalancamiento pasa a ser positivo, situación que contrasta con el apalancamiento negativo tradicional durante los años de recesión que soportaban las empresas de la CAPV, cuyo efecto negativo se acentuaba debido al elevado nivel de endeudamiento existente, el cual en

1998 disminuye en un 20%. En España el apalancamiento en 1998 es positivo y mayor que el de la CAPV, debido a una mayor rentabilidad económica y al menor coste de endeudamiento de todos los países analizados. Todo lo cual propicia el comportamiento del apalancamiento de las empresas españolas, que experimentan además una reducción de la tasa de endeudamiento aun mayor que en la CAPV.

Todos los países analizados a excepción de Portugal presentan un apalancamiento financiero positivo en 1998 y una menor tasa de endeudamiento.

– La conjunción de estas tendencias acaba haciendo que la rentabilidad financiera de las empresas de la CAPV presente una notable mejora entre 1993 y 1998, y que partiendo de un valor negativo e inferior a la media europea, en 1998 sea positiva y mejor que la media europea.

Destaca por otro lado, el comportamiento de las empresas españolas que han mostrado una mayor capacidad de recuperación que las empresas de la CAPV.

Japón presenta una rentabilidad financiera superior a la media europea tanto en 1993 como en 1998, aunque dada la mejor evolución de las empresas europeas la distancia se acorta mucho en el último año estudiado. Teniendo en cuenta la crisis financiera vivida en Japón en el año 1999, es

muy probable que las empresas japonesas presenten unos peores resultados ya en ese año.

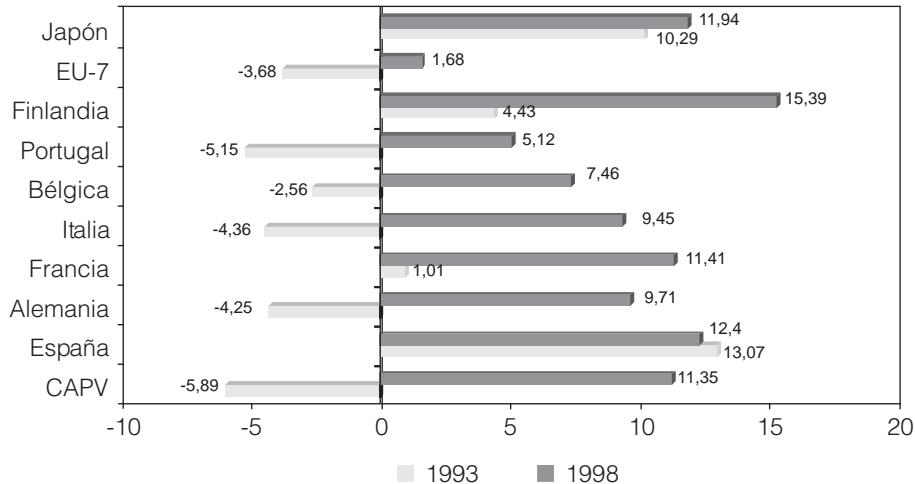
El análisis comparado de los datos de Europa y Japón revela una mayor estabilidad japonesa que, aunque parte de una situación mejor, resulta superada dada la mejora de los resultados europeos. El efecto apalancamiento positivo japonés resulta mucho más elevado por disfrutar de un coste de deuda muy inferior al europeo y un nivel de endeudamiento mayor, habiéndose reducido ambas magnitudes durante el periodo analizado.

Por su parte, Finlandia presenta la mayor rentabilidad financiera en 1998, mayor aún que el de la empresa española, debido en primer lugar a una mayor rentabilidad económica que le permite incluso con un coste de la deuda superior al español, superarle en rentabilidad financiera, debido en parte al efecto apalancamiento positivo ejercido sobre un nivel de endeudamiento algo superior.

5. ANÁLISIS DE LAS PRIMAS DE RIESGO

El cálculo de las primas de riesgo soportadas por las empresas al obtener financiación se realiza mediante la ratio denominada “prima de riesgo”, que representa el coste financiero de los recursos ajenos con coste corregido por el tipo de interés de la deuda pública a tres años, y que permite eliminar las diferencias de costes financieros debidas a dife-

Gráfico n°4: Rentabilidad financiera de las empresas. Datos en %.



Cuadro n°3: Análisis de la rentabilidad financiera. Datos en %.

	Ratio de rentabilidad financiera		Ratio de rentabilidad económica		Ratio de coste aparente de los recursos ajenos		Ratio de endeudamiento (RR-AA/Fdós propios)	
	93	98	93	98	93	98	93	98
CAPV	-5,89	11,35	2,33	6,32	6,88	3,10	182,52	149,61
España	-13,07	12,40	-0,52	6,74	5,69	2,01	202,06	119,00
Alemania	-4,25	9,71	0,69	4,66	2,83	2,10	230,37	196,88
Francia	1,01	11,41	3,30	5,90	4,57	3,51	184,72	153,92
Italia	-4,36	9,45	3,41	5,10	6,33	3,42	271,60	250,05
Bélgica	-2,56	7,46	2,19	4,86	5,19	3,09	160,77	140,07
Portugal	-5,15	5,12	4,26	5,16	12,69	5,86	117,43	110,51
Finlandia	4,43	15,39	5,66	8,05	6,12	3,81	267,38	140,64
EU-7	-3,68	10,68	1,91	5,38	4,51	2,52	220,55	189,45
Japón	10,29	11,94	5,23	5,27	2,85	1,38	205,56	166,93
EE.UU.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	3,85	3,27	179,02	170,56

Fuente: SABE para los datos de la CAPV, Proyecto BACH para resto de países y elaboración propia

Tabla 1: **Tipos de interés, coste financiero* y primas de riesgo**

	TIPOS DE INTERÉS		COSTE FINANCIERO		PRIMA DE RIESGO	
	1993	1998	1993	1998	1993	1998
Alemania	5,95	3,96	17,99	17,60	12,04	13,64
Bélgica	6,60	4,02	12,49	7,63	5,89	3,61
CAPV	10,08	4,07	n.d.	7,38	n.d.	3,31
España	10,08	4,07	13,81	6,99	3,73	2,92
Finlandia ⁸	8,41	4,76	11,36	7,94	2,95	3,18
Francia	6,38	3,96	12,08	7,42	5,70	3,46
Italia	10,71	4,28	16,47	9,15	5,76	4,87
Portugal	11,04	4,12	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
EE.UU.	4,40	5,21	10,09	8,35	5,69	3,14
Japón	3,09	0,53	5,42	2,69	2,33	2,16

Fuente: Banco de España. Boletín estadístico, sep. 1999, Proyecto Bach y elaboración propia.

(*) La ratio de coste financiero incluye en el numerador los gastos financieros y asimilados y en el denominador los recursos ajenos con coste (a saber, deuda bancaria a corto plazo mas recursos ajenos a largo plazo)

rentes niveles de tipos de referencia en distintos países. En la Tabla 1, se pueden ver los tipos de interés de referencia utilizados, así como el coste financiero de los recursos ajenos y las primas de riesgo resultantes.

Cabe destacar el caso de Alemania que arroja unas primas muy superiores al resto de países analizados, lo cual indica que o bien las empresas alemanas presentan una situación de mayor riesgo o son las entidades financieras de este país, las que de acuerdo con su forma de valorar el riesgo empresarial, les hace estimar una mayor asunción del mismo y por tanto fijar un mayor coste a su financiación. Este

nivel de primas de riesgo, resulta difícilmente justificable si se valoran aspectos tales como niveles de generación de recursos o nivel de endeudamiento, ya que si atendemos a los valores de estas variables explicativas del riesgo presentadas en el Cuadro nº4, Alemania presentaría menores niveles de riesgo que el resto de países analizados. Por todo ello, no queda sino asociar estas mayores primas de riesgo quizás a servicios adicionales prestados a la simple provisión de fondos por la banca alemana que justifiquen este sobreprecio pagado por las empresas a cambio de relaciones estables –no puesto de relieve en los valores de la ratio deuda bancaria a largo plazo que resulta similar al de la media europea– o a características particula-

⁸ Los datos de Finlandia son de 1997.

Cuadro nº4: **Análisis de las primas de riesgo. Datos en %.**

	Prima riesgo		Ratio de garantía		Ratio de gener. recursos		Ratio de rentabilidad económica		Ratio de RR.AA con coste s/ Total pasivo	
	93	98	93	98	93	98	93	98	93	98
CAPV	n.d.	3,31	42,81	51,73	12,55	20,27	2,33	6,32	n.d.	24,50
España	3,73	2,92	54,05	59,28	8,02	25,01	-0,52	6,74	27,47	15,63
Alemania	12,04	13,64	58,83	48,57	19,17	27,62	0,69	4,66	10,96	7,89
Francia	5,70	3,46	32,51	28,64	17,19	22,74	3,30	5,9	24,37	19,42
Italia	5,76	4,87	36,10	34,10	13,78	15,90	3,41	5,10	27,76	26,46
Bélgica	5,89	3,61	43,44	35,93	16,33	20,55	2,19	4,86	25,30	23,41
Portugal	n.d.	n.d.	77,72	79,64	21,70	26,81	4,26	5,16	26,37	23,19
Finlandia	2,95	3,18	45,08	64,85	13,88	25,62	5,66	8,05	39,18	26,18
EU-7	8,53	5,43	47,81	43,63	16,65	23,81	1,91	5,38	20,18	16,51
Japón	2,33	2,16	51,32	54,28	14,72	15,42	5,23	5,27	35,04	31,64
EE.UU.	5,69	3,14	62,10	53,91	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	24,49	24,70

Fuente: SABE para los datos de la CAPV. Proyecto BACH para resto de países y elaboración propia

res del negocio bancario de este país. En este sentido, se puede observar que en los países donde se observan las mayores primas de riesgo en el coste de su financiación bancaria, como Alemania, Italia y España, el sector bancario presenta márgenes de intermediación elevados, en concreto los márgenes de intermediación de la banca italiana son los mayores de toda la Unión Europea y en el resto de casos resultan superiores a los de la media europea.

Por otro lado, hay que señalar la espectacular mejora de las primas de riesgo que presenta España en 1998, que se corresponde con un nivel notable de garantía, rentabilidad y tasa de generación

de recursos, así como con un reducido nivel de endeudamiento.

6. ANÁLISIS POR ESTRATOS DE TAMAÑO

Las conclusiones presentadas en los apartados anteriores muestran las características diferenciales detectadas para el conjunto de las empresas manufactureras de cada país.

En los apartados que siguen se presenta el análisis comparado de las empresas según su tamaño, con el objetivo de poner de manifiesto las diferencias en el comportamiento de los sistemas financieros de cada país respecto a las em-

presas pequeñas medianas y grandes en los distintos ámbitos analizados. Para ello, siguiendo la clasificación de BACH se consideran pequeñas las empresas con un volumen de facturación de menos de 7 millones de euros, medianas las que facturan entre 7 y 40 millones de euros y grandes las que facturan más de 40 millones de euros.

Como se puede observar en el Cuadro nº5, en la CAPV las empresas medianas obtienen los mayores niveles de rentabilidad económica y financiera. La mayor rentabilidad económica se consigue gracias a un mayor margen sobre ventas, ya que la rotación de la inversión es menor que en las empresas pequeñas y grandes. Las empresas medianas soportan un coste de endeudamiento intermedio, inferior que el de las empresas pequeñas, pero mayor que el de las grandes.

Cabe destacar el caso de las empresas pequeñas, que a pesar de tener unos resultados económico-financieros buenos, mejores que las de las grandes y la menor tasa de endeudamiento de los tres grupos de empresas, soportan unos costes de endeudamiento mayores y sus primas de riesgo duplican las de las medianas y triplican las de las grandes. Esto pone de manifiesto, la consideración por parte de los intermediarios financieros, del tamaño empresarial (asociada a otras características como mortalidad, calidad de la información contable...) como una variable calificadora del nivel de riesgo de los proyectos empresariales, hasta cierto punto, independientemente de la estimación riesgo que se puede derivar

de un análisis de la viabilidad del proyecto empresarial, aspecto que aunque daría lugar a asignaciones más eficientes de recursos disponibles y a apoyar la generación de proyectos empresariales, resulta indudablemente mucho más costoso de determinar.

En España, Alemania, Francia y Japón las empresas pequeñas alcanzan niveles de rentabilidad tanto económica como financiera mayores que las empresas grandes, siendo las de tamaño mediano tanto en Alemania como en Francia las que mayor rentabilidad presentan. Este comportamiento está motivado por un mayor margen sobre producción y por una mayor rotación de la inversión. En estos países, de nuevo, las empresas pequeñas soportan el mayor coste de endeudamiento, con unas primas de riesgo también más elevadas, a excepción de Alemania.

- En todos los ámbitos territoriales analizados, la importancia relativa de los recursos ajenos con coste sobre el pasivo es mayor en las pequeñas y medianas empresas que en las de mayor tamaño. Esta característica de la estructura de financiación de las pequeñas empresas, de mayor dependencia de la deuda bien comercial o financiera para la financiación de su actividad, pone de manifiesto la dificultad de acceder a los mercados de capitales y, por tanto, la limitada diversificación de sus fuentes de fondos.
- En cuanto al endeudamiento bancario, ocurre algo similar. Las pequeñas

Cuadro nº5: Análisis de rentabilidades por estratos de tamaño. Datos en %. Datos para 1998(*)

	Ratio de rotación de la inversión			Ratio de margen Si/ventas			Ratio de rentabilidad económica			Ratio de coste aparente de rec.ajenos			Prima de riesgo			Ratio de rentabilidad financiera		
	P	M	G	P	M	G	P	M	G	P	M	G	P	M	G	P	M	G
CAPV	1,14	1,02	1,08	6,07	7,74	4,88	6,93	7,87	5,26	3,63	3,16	2,93	8,28	4,41	2,73	11,90	13,42	9,62
España	1,20	1,12	1,33	6,35	5,99	5,05	7,63	6,69	6,72	3,50	2,77	1,85	3,90	2,37	3,03	12,95	11,48	12,52
Alemania	1,87	1,76	1,31	3,26	3,56	3,59	6,11	6,28	4,70	3,72	3,06	1,88	4,69	5,05	1,28	20,65	16,42	10,37
Francia	1,62	1,55	1,30	4,00	4,03	4,45	6,49	6,25	5,79	2,94	2,55	2,31	5,14	3,35	3,32	12,40	12,69	11,12
Italia	0,97	1,13	1,07	3,95	5,56	4,36	3,85	6,27	4,65	3,91	3,35	3,41	5,24	3,87	5,38	3,84	14,62	7,70
Bélgica	0,91	1,34	1,05	4,05	4,15	4,66	3,70	5,55	4,90	3,97	2,71	3,09	5,24	2,95	3,61	3,36	10,35	7,45
Portugal	1,03	1,04	1,09	3,77	4,87	5,44	3,88	5,04	5,90	5,39	5,96	6,16	n.d.	n.d.	1,79	4,57	6,50	
Finlandia	0,94	1,18	0,68	8,09	9,01	11,45	7,58	10,62	7,79	4,00	2,92	3,89	2,75	1,59	3,36	13,88	24,10	14,52
Japón	1,18	1,21	0,88	5,65	4,50	5,22	6,67	5,46	4,60	1,79	1,25	1,16	2,48	2,06	1,95	20,54	16,28	9,05
EE.UU.	2,14	0,93	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	4,69	3,18	n.d.	3,56	3,10	n.d.	n.d.	n.d.	

Fuente: SABE para los datos de la CAPV. Proyecto BACH para resto de países y elaboración propia

(*) Los últimos datos disponibles para Alemania y Finlandia son de 1997.

empresas son las que dependen en mayor medida de la deuda proporcionada por las entidades bancarias, salvo en Portugal. De nuevo, se pone de manifiesto, las limitaciones que tiene la pequeña empresa para diversificar sus fuentes de financiación, en este caso para acceder a los mercados de deuda, como lo hacen empresas de mayor dimensión. Cabe destacar el caso de Japón, donde para las pequeñas y medianas empresas la deuda bancaria representa casi la totalidad del endeudamiento empresarial, frente a las grandes empresas que acceden a otras formas de endeudamiento. En Italia, sin embargo, se aprecia en todos los estratos de tamaño de empresa el elevado peso de la deuda bancaria.

– Del análisis del plazo del endeudamiento tanto total como del endeudamiento bancario, podemos concluir que no existe, para los distintos tamaños de empresa, un patrón común de comportamiento para la totalidad de países. En cuanto al endeudamiento bancario a largo, cabe destacar que las grandes empresas presentan un mayor nivel en España, Italia y Portugal. Es en estos países con sistemas financieros orientados hacia los intermediarios, donde las pequeñas empresas presentan menor acceso a la deuda bancaria a largo plazo en comparación a las grandes y en comparación al estrato de pequeñas empresas en otros países. Por ello, se puede concluir que la situación de acceso a financiación

para acometer proyectos empresariales a largo plazo resulta, al menos, preocupante.

7. CONCLUSIONES

El análisis económico-financiero internacional pone de manifiesto los efectos positivos que ha tenido el ciclo expansivo vivido por las empresas en su situación económica y financiera en general en todos los ámbitos analizados, permitiendo además detectar diferencias significativas en el nivel de mejora de los distintos países estudiados.

El nivel de rentabilidad financiera de las empresas de la CAPV mejora notablemente entre 1993 y 1998, siendo este último año superior a la media europea, motivado por el buen comportamiento de la rentabilidad económica y la disminución del coste del endeudamiento. Esta mejora es, sin embargo, más relevante en el caso de las empresas españolas, cuyo comportamiento resulta más dinámico que el del resto de países europeos. En este sentido las empresas españolas, partiendo de una situación más negativa en 1993, aprovechan el ciclo económico expansivo en mayor medida, presentan una mayor capacidad de recuperación y obtienen en 1998 una rentabilidad económica y financiera mayores que la del resto de ámbitos territoriales analizados.

Esa evolución positiva de la rentabilidad económica de las empresas de la CAPV y de España, se debe sobre todo al aumento del margen sobre producción (motivado principalmente por la notable

Cuadro nº6: **Análisis de endeudamiento por estratos de tamaño. Datos en % para 1998(*)**.

	Ratio de rec. ajenos con coste s/ Pasivo			Ratio de deuda banc. s/RRAA con coste			Ratio de deuda a largo			Ratio de deuda bancaria a largo		
	P	M	G	P	M	G	P	M	G	P	M	G
CAPV	10,17	9,81	8,38	n.d.	74,82	58,34	24,74	19,97	29,73	n.d.	37,22	46,15
España	24,60	29,48	14,10	85,12	77,43	69,43	21,08	20,61	18,32	38,49	31,35	47,19
Alemania	35,95	24,67	7,37	82,53	81,43	69,47	29,81	23,65	12,46	51,84	46,80	38,48
Francia	19,95	21,73	18,94	62,51	58,03	32,79	26,64	27,57	29,74	68,00	57,89	53,46
Italia	30,26	29,89	24,55	82,29	85,48	81,55	17,78	16,50	20,01	26,43	25,99	38,26
Bélgica	25,45	23,82	23,05	69,39	66,45	36,18	33,83	27,94	37,72	66,36	53,00	57,55
Portugal	28,61	27,74	17,35	63,09	76,49	82,19	31,11	31,25	27,96	46,15	44,67	54,84
Finlandia	27,51	24,08	26,35	68,45	57,39	49,37	51,64	46,79	50,31	80,24	69,39	69,25
Japón	43,14	33,73	25,96	90,26	91,46	59,98	42,05	25,40	33,67	65,48	43,66	42,97
EE.UU.	29,77	24,17	n.d.	69,43	40,96	n.d.	38,12	46,00	n.d.	53,80	79,39	n.d.

Fuente: SABE para los datos de la CAPV. Proyecto BACH para resto de países y elaboración propia
(*) Los últimos datos disponibles para Alemania y Finlandia son de 1997.

reducción de la importancia de los costes laborales en la cuenta de resultados), que queda por encima de la media europea en ambos casos, y en menor medida al incremento de la rotación de la inversión.

Desde el punto de vista financiero, se aprecia en la CAPV una reducción del nivel de endeudamiento. En España esta reducción es aún mayor y supera la reducción de la media europea. Sin embargo, se sigue dependiendo en mayor medida del endeudamiento bancario, con niveles similares a Alemania, Italia, Portugal y Japón, todos ellos países tradicionalmente clasificados dentro de sistemas

financieros orientados hacia los intermedios. Este saneamiento de la estructura financiera de las empresas se ve acompañado por la disminución de los tipos de interés y por consiguiente, del coste del endeudamiento.

Estos hechos permiten afirmar que el ciclo expansivo ha favorecido un incremento notable de la rentabilidad financiera de las empresas vascas y españolas, evolución que se explica principalmente por la mejora en el nivel de rentabilidad económica, lo que supone a su vez una mejora de la posición competitiva de las empresas y, sin embargo explicado en menor medida, por

la mejora de la situación financiera de las mismas, reflejada en el saneamiento de la estructura financiera y en la bajada de los tipos de interés.

En cuanto al análisis por estratos de tamaño de empresa, se vuelve a poner de manifiesto la importancia de la dimensión como variable de estructura que condiciona los comportamientos y resultados. Así se aprecian, niveles de rentabilidad elevada para empresas de pequeña dimensión, incluso mayores que los de las em-

presas medianas y grandes como ocurre en España, Alemania, Francia y Japón. Realidad que, sin embargo, va acompañada con una mayor dependencia de la financiación bancaria y con un mayor coste de la misma, lo cual pone de manifiesto las limitaciones con que se enfrentan las pymes a la hora de diversificar sus fuentes de financiación, así como la utilización por parte de los intermediarios financieros del tamaño empresarial como variable explicativa del riesgo empresarial.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALLEN. F. & GALE D. (2000): *Comparing Financial Systems*. The MIT Press Cambridge. Massachussets, London, England.
- BANCO DE ESPAÑA. CENTRAL DE BALANCES (1997): *Las comparaciones internacionales y la base de datos BACH: manual de acompañamiento de la guía de usuario*.
- CORBETT, J. y JENKINSON, T.J.(1994): "The financing of Industry, 1970-89: An International Comparison" *CEPR Discussion Paper*, nº 948
- EUROSTAT (1999): *Enterprise size and profitability. Data 1996*. European Commission.
- FERNANDEZ ALVAREZ, A.I. (1995): "La empresa no Financiera y el Sistema Financiero" *Ponencia presentada al V Congreso Nacional de Economía*. Las Palmas de Gran Canaria.
- MAYER. C. (1990): "Financial Systems. Corporate Finance and Economic Development". en Hubber G.: *Asimetric Information. Corporate Finance and Investment*. University of Chicago Press. pp. 307-332.
- MODIGLIANI, F. y MILLER, M.H. (1958): "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment" +, vol. 48, pp.261-297
- NAVARRO, M. et al. (1994): "Competitividad de la industria manufacturera de la CAPV: determinantes y resultados". *Economiaza* nº. 30, 3er cuatrimestre, pp. 124-177
- ITURRIOZ. C (1998): *Un análisis internacional de las primas de riesgo fijadas por los intermediarios financieros*. Tesis doctoral. ESTE-Universidad de Deusto.
- RAJAN, R.G. y ZINGALES, L. (1995): "What do we know about Capital Structure? Some Evidence from International Data" *Journal of Finance*, Vol. 50, nº5, pp.1421-1460.
- RIVERA, O. et al. (1993): "La situación económico-financiera de la empresa española frente a la comunitaria". *Economía Industrial* nº 293, septiembre-octubre 1993. pp. 59-76.
- ZABALA. K. (1998): *Las decisiones de inversión en equipamiento productivo en las empresas manufactureras de la CAPV (1990-1995): análisis de comportamiento y resultados obtenidos*. Tesis doctoral. ESTE-Universidad de Deusto.

ANEXO 1

METODOLOGÍA Y FUENTES DE INFORMACIÓN

El Proyecto Bach (Bank for the Accounts of Companies Harmonized) recoge las cuentas anuales armonizadas (balance y cuenta de resultados) de empresas no financieras del conjunto de países comunitarios, Estados Unidos y Japón y se nutre de los datos recogidos por diferentes instituciones nacionales del tipo “central de balances”, que los suministran ya agregados por sectores de actividad y estratos de tamaño de empresa.

La composición muestral y la representatividad de los datos contables recogidos en la base BACH dependen de las características de la fuente original de cada país. Así, en algunos casos como Bélgica, Finlandia, Estados Unidos y Japón, las muestras que la base de datos BACH recoge son estadísticamente representativas de los sectores que las integran; sin embargo, en el resto de países, hay diferentes grados de representatividad. Debido a que el conjunto de las empresas manufactureras es en todos los ámbitos territoriales el mejor representado, nuestro trabajo se centrará en dicho sector. Por otro lado, salvo en las muestras de EE.UU. Japón y Bélgica, en el resto de países los agregados de empresas grandes presentan un mayor peso del que les corresponde en el total de la economía, siendo este sesgo particularmente importante en España y, en menor medida, en Alemania y Francia.

El proceso de armonización, y estimación en caso necesario, realizado por el proyecto Bach, resuelve la mayor parte de las diferencias entre las muestras de cada país que suelen dificultar los estudios comparativos. En este sentido, el traslado de la clasificación sectorial utilizada por cada país a una nomenclatura sectorial común y homogénea, y la armonización de partidas contables y de clasificaciones por estratos de tamaño hace posible disponer de una base de datos homogénea para el conjunto de países.

Es preciso hacer constar, no obstante, que la no disponibilidad de algunos epígrafes contables en ciertos ámbitos territoriales ha impedido el cálculo de variables económico-financieras de interés y su posterior comparación. Por ello se ha procedido a seleccionar el conjunto de países objeto de estudio y que finalmente son los siguientes: España, Alemania, Francia, Italia, Portugal, Bélgica, Finlandia, Estados Unidos y Japón⁹.

Además, debido a que siguen persistiendo diferencias en los sistemas y prácticas contables y fiscales, difíciles de corregir que pueden incidir de forma importante en los resultados de las comparaciones internacionales, conviene ad-

⁹ Los últimos datos para Finlandia son del año 97, tanto para el total de la industria como por sectores. En el caso de Alemania, hay datos de 1998 para el total de la industria manufacturera, pero por estratos de tamaño y por sectores los últimos datos son para 1997.

vertir que los resultados de las comparaciones entre países deben tomarse con precaución. Por ello, y pese a que en el estudio se ha trabajado con una selección de las variables con menores problemas de comparabilidad, en los casos en que esta problemática ha resultado imposible de sortear, procederemos a ponerla de manifiesto a lo largo del trabajo¹⁰.

La segunda fuente de datos utilizada ha sido SABE (Sistema de Análisis de Balances Españoles), que es una base de datos suministrada por la empresa Informa S.A. La base de datos SABE posibilita el análisis financiero de más de 190.000 empresas españolas ya que recoge y analiza la información general y sus cuentas anuales (balance, cuenta de resultados y datos cualitativos). Tiene una extensa cobertura incluyendo más del 95% de las compañías de las diecisiete comunidades autónomas que presentan sus cuentas en los Registros Mercantiles con una facturación superior a los 100 millones de pesetas o más de 10 empleados, bien en formato normal o reducido.

La base de datos SABE sólo se ha utilizado para obtener la información relativa a las empresas manufactureras de la CAPV. El total de empresas manufactureras de la CAPV incluidas en SABE es de 1510 en el año 93 y 2167 empresas en 1998 (cabe señalar que los datos de 1998 sólo comprenden los de las empre-

sas que hasta julio del 2000, momento que se extrajeron los datos, figuraban en el CD-ROM de SABE. Esta cifra supone aproximadamente un 90% del total de empresas manufactureras incluidas en la versión más actualizada).

En el presente estudio se ha utilizado la "versión reducida" de las cuentas anuales que proporciona SABE para el cálculo de las variables relativas de interés, salvo para algunas variables de estructura financiera (endeudamiento bancario y endeudamiento bancario a largo plazo) cuyo detalle sólo se recoge en las cuentas normales. En este sentido, a la hora de interpretar estas ratios debemos tener en cuenta que el número de empresas que ofrecen "datos normales" es menor y suelen ser de mayor tamaño. Concretamente para el año 1998 tan sólo el 19% de las empresas de la CAPV incluidas en la base SABE, ofrecen cuentas normales.

La utilización de la base SABE para el análisis económico-financiero de las empresas de la CAPV, permite mejorar el nivel de cobertura de los datos, frente al obtenido mediante la explotación de otras fuentes tradicionales para los estudios de carácter económico-financiero, como es el caso del ofrecido por la Central de Balances del Banco de España. El nivel de representatividad de la muestra de empresas analizada en el presente estudio, es decir, la cobertura de la base SABE para la CAPV, se recoge en el siguiente cuadro:

¹⁰ Las características propias de las distintas fuentes nacionales se recogen de forma pormenorizada en el Documento II/383/91-EN de Bach. Asimismo, se presentan de forma resumida en la publicación anual de la Central de Balances del Banco de España.

Valor añadido de los sectores manufactureros según EUSTAT y SABE (datos en millones de pesetas).

SECTOR -A31	1993			1998		
	EUSTAT	SABE	COBERTURA (SABE/EUSTAT)	EUSTAT	SABE	COBERTURA (SABE/EUSTAT)
4 Min. Metálicos y no metálico	6.575	2.765	42,06%	9.157	5.208	56,88%
5 Industria de la alimentación	89.593	58.230	64,99%	136.062	87.809	64,54%
6 Textil y confección	12.983	3.606	27,77%	11.801	3.448	29,22%
7 Industria del cuero y calzado	1.998	969	48,51%	1.890	2.012	106,46%
8 Industria de la madera	19.973	5.561	27,84%	26.744	18.096	67,66%
9 Papel edición y artes gráficas	65.861	33.172	50,37%	94.403	54.997	58,26%
10 Refino de petróleo	96.959	359	0,37%	129.152	1.130	0,88%
11 Industria química	58.180	34.221	58,82%	76.224	43.054	56,48%
12 Caucho y plástico	86.512	40.378	46,67%	129.141	65.698	50,87%
13 Industria no metálica	44.351	23.758	53,57%	70.656	35.995	50,94%
14 Metalurgia y art. Metálicos	311.521	132.443	42,52%	543.579	311.651	57,33%
15 Maquinaria	131.060	58.112	44,34%	213.980	108.910	50,90%
16 Material eléctrico	66.696	37.601	56,38%	108.317	64.056	59,14%
17 Material de transporte	88.923	49.476	55,64%	164.808	77.785	47,20%
18 Otras manufacturas	36.371	29.767	81,84%	58.724	41.704	71,02%
TOTAL	1.117.557	510.417	45,67%	1.774.638	921.553	51,93%

Fuente: Cuentas Económicas de EUSTAT para datos poblacionales y SABE para datos muestrales y elaboración propia.

A partir de los datos suministrados por la base BACH y SABE se calculan todo un conjunto de variables relativas que permitirán detectar las principales características del comportamiento económico-financiero de las empresas manufactureras.

Es preciso aclarar que la diferente composición sectorial de los distintos ám-

bitos territoriales analizados puede ser una posible fuente explicativa de las diferencias que se detecten en las variables relativas utilizadas para el estudio del conjunto de la industria manufacturera. En este estudio no hemos pretendido aislar dicho efecto, puesto que excedería los objetivos del mismo.

ANEXO 2**ESTRUCTURA DE BALANCE**

CAPITAL SUSCRITO NO DESEMBOLSADO	ACREEDORES:
INMOVILIZADO	Deudas vencimiento inferior al año
Inmovilizado inmaterial	Deudas con entidades de crédito
Inmovilizado material	Anticipos de clientes
Inmovilizado financiero	Acreedores comerciales
	Otros acreedores
ACTIVO CIRCULANTE	ACREEDORES:
Existencias	Deudas vencimiento superior al año
Deudores	Obligaciones y valores renta fija
Activos financieros a corto plazo	Deudas con entidades de crédito
Tesorería	Acreedores comerciales
	Otros acreedores
AJUSTES POR PERIODIFICACION	PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS
	AJUSTES POR PERIODIFICACION
	CAPITAL Y RESERVAS
TOTAL ACTIVO	TOTAL PASIVO

Fuente: Proyecto BACH

ESTRUCTURA DE CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

1. VENTAS NETAS
 2. VARIACION DE PRODUCTOS TERMINADOS Y EN CURSO
 3. TRABAJOS REALIZADOS POR LA EMPRESA PARA INMOVILIZADO
 4. OTROS INGRESOS DE EXPLOTACION
 - S. TOTAL INGRESOS EXPLOTACION (1+2+3+4)
 5. CONSUMOS
 8. OTROS GASTOS DE EXPLOTACION Y TRIBUTOS
 - T. VALOR AÑADIDO (S-5-8)
 6. GASTOS DE PERSONAL
 - U. RESULTADO ECONOMICO BRUTO (T-6)
 7. CORRECCIONES VALOR ACTIVOS NO FINANCIEROS
 - V. RESULTADO ECONOMICO NETO (U-7)
 - 9/11. INGRESOS FINANCIEROS
 12. CORRECCIONES VALOR ACTIVOS FINANCIEROS
 13. GASTOS FINANCIEROS Y ASIMILADOS
 - W. RESULTADO FINANCIERO
 - X. RESULTADO DE OPERACIONES ORDINARIAS
 16. INGRESOS EXTRAORDINARIOS
 17. GASTOS EXTRAORDINARIOS
 - Y. IMPUESTOS SOBRE BENEFICIOS
 21. BENEFICIO/PERDIDA DEL EJERCICIO
-

Fuente: Proyecto BACH

VARIABLES RELATIVAS CALCULADAS PARA EL ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO (en orden de aparición)

Etiqueta	Forma de cálculo
Ratio de provisiones:	Provisiones para riesgos y gastos/Total pasivo
Ratio de fondos propios:	Capital y reservas/Total pasivo
Ratio de fondo de maniobra:	Fondo maniobra (Activo circulante-Pasivo circulante)/Total activo
Ratio de deuda a largo:	Acreedores: deuda vencimiento superior al año/Total acreedores
Ratio de deuda bancaria s/RRAA con coste:	Total deuda con entidades de crédito/Recursos ajenos con coste: Total deuda con entidades de crédito/(Deuda con entidades de crédito vencimiento inferior al año + Acreedores: deuda vencimiento superior al año)
Ratio de deuda bancaria s/RRAA:	Total deuda con entidades de crédito/Total acreedores
Ratio de deuda bancaria a largo:	Deuda con entidades de crédito vencimiento superior al año/ Total deudas con entidades de crédito
Ratio de deuda comercial:	Acreedores comerciales/Total acreedores
Ratio de valor añadido s/ventas:	Valor añadido/Ventas netas
Ratio de costes laborales s/VA:	Gastos de personal/ Valor añadido
Ratio de amortizaciones s/VA:	Correcciones valor activos no financieros (Dotación de amortizaciones y provisiones)/Valor añadido
Ratio de resultado neto de explotación s/VA :	Resultado económico neto /VA
Ratio de costes financieros s/VA:	Gastos financieros y asimilados /VA
Ratio de resultados ajenos a la explotación s/VA:	Ingresos extraordinarios- Gastos extraordinarios /VA
Ratio de resultado neto s/VA:	(Resultado económico neto - Gastos financieros y asimilados + Ingresos extraordinarios - Gastos extraordinarios)/VA
Ratio de rotación de la inversión:	Total ingresos de explotación/Total activo
Ratio de margen sobre ventas:	Resultado económico neto/Producción
Ratio de rentabilidad financiera:	(Resultado económico neto – Gastos financieros y asim.)/Capital y reservas
Ratio de rentabilidad económica:	Rotación de la inversión * Margen sobre ventas
Ratio de coste aparente de los recursos ajenos:	Gastos financieros y asimilados/(Acreedores + Provisiones para riesgos y gastos)
Ratio de endeudamiento (recursos ajenos sobre fondos propios):	(Total acreedores + Provisiones para riesgos y gastos)/Capital y reservas
Prima de riesgo de la financiación crediticia:	(Gastos financieros y asimilados/ Recursos ajenos con coste) - Tipo de interés de referencia
Ratio de Garantía:	Inmovilizado material/Total acreedores
Ratio generación de recursos:	Resultado económico bruto/Total acreedores
Ratio de recursos ajenos con coste s/Total pasivo:	Recursos ajenos con coste/ Total pasivo: (Deuda con entidades de crédito vencimiento inferior al año + Acreedores: deuda vencimiento superior al año)/Total Pasivo