

La empresa extremeña: su comportamiento financiero

ALICIA GUERRA GUERRA
HÉCTOR JIMÉNEZ NARANJO
M.^a VICTORIA POSTIGO JIMÉNEZ
EUGENIO SÁNCHEZ TEJEDA

RESUMEN

El presente trabajo pretende describir la naturaleza y problemática que definen la financiación de la pequeña y mediana empresa en general y la extremeña en particular. Para ello, repasa las debilidades financieras comunes a este colectivo de empresas para pasar a continuación a detallar las fuentes y apoyo financieros destinados específicamente a superar las mismas, ambos análisis para todas las empresas así como para las empresas de la región extremeña. Tras incorporar un estudio comparado con las empresas nacionales de igual dimensión, finaliza alegando una serie de consideraciones finales a modo de conclusiones.

Palabras clave: Extremadura, análisis financiero, solvencia, rentabilidad.

ABSTRACT

The present work tries to describe the nature and the problems of the finance of the small and medium size company in general and for the extremeña company too. For it, it reviews the financial weaknesses common to this group of companies to happen next to detail the financial sources and supports specifically destined to overcome these weaknesses, both analyses for all the companies as well as for the companies of Extremadura. After incorporating a study compared with the national companies of equal dimension, it finalizes alleging a series of final considerations as a conclusions.

Key words: Extremadura, financial statement analysis, solvency, return.

1. PRESENTACIÓN

Las PYMEs constituyen una dimensión empresarial clave para la estabilidad y competitividad de la estructura económica de los países más desarrollados dada su contribución a la creación y mantenimiento de empleo y riqueza. Frente a la gran empresa, por otra parte, la PYME goza de una ventaja comparativa fundamental tal es su mayor flexibilidad, característica ésta que le permite adaptarse con mayor facilidad y rapidez al entorno dinámico actual.

Sin embargo, son muchas las carencias estructurales de este tipo de empresas que tienen su origen en su menor dimensión. Carencias, que no sólo limitan sus posibilidades de nacimiento, crecimiento y desarrollo en el futuro, sino que, incluso, condicionan sus posibilidades de supervivencia a medio y largo plazo.

Desde un punto de vista financiero, estas carencias estructurales se ponen de manifiesto en una estructura financiera inadecuada caracterizada fundamentalmente por la escasez de recursos propios, una dependencia excesiva del endeudamiento a corto plazo y la inevitable necesidad de soportar mayores tipos de interés.

Todas estas características constituyen tan sólo la manifestación más palpable del problema de ‘estrangulamiento financiero’ o de capital que sufren este tipo de empresas, especialmente, en aquellas etapas iniciales de su desarrollo.

El comportamiento financiero de una empresa y, por tanto, su estructura financiera, viene determinado por un conjunto de variables configuradas en tres capítulos (Cazorla y Cano, 2000): aquellas variables relativas al ámbito interno de la empresa (tales como tamaño y grado de desarrollo); aquellos factores relativos al sector o rama de actividad; y, por último, aquellas variables del entorno macroeconómico general, y en particular, las relativas al entorno financiero.

En este sentido, debe tenerse en cuenta que los mercados financieros tienen como principal objetivo la asignación eficiente del ahorro entre los distintos agentes económicos. Sin embargo, la existencia de imperfecciones en los mercados financieros limita la canalización eficiente de recursos desde las unidades económicas de superávit hacia las unidades económicas de déficit. Estas imperfecciones, que tienen su origen fundamentalmente en la asimetría de información existente entre inversor y demandante de fondos, dan lugar a problemas de ‘selección adversa’ y ‘riesgo moral’ (Cazorla y Cano,

2000). Los primeros surgen como consecuencia del mayor grado de información de que dispone el demandante de fondos respecto de las características y evolución futura del proyecto. Por su parte, los problemas de riesgo moral tienen su origen en la discrecionalidad del demandante de fondos a la hora de utilizar los recursos obtenidos del inversor. Por tanto, el inversor tratará de reducir el posible impacto negativo derivado de estas imperfecciones. Para ello cuenta con dos opciones, que pueden ser complementarias: (i) dedicar cierta cantidad de recursos al análisis, evaluación y seguimiento de las operaciones, y/o (ii) ajustar las condiciones a la financiación.

A modo de presentación de este trabajo, y como nociones generalizables a cualquier tamaño empresarial, cabe comenzar explicando que, si asumimos la noción de empresa como un sistema y detectamos en ella la existencia de sus tres subsistemas -financiero, físico o real y de administración-, el origen de toda actividad empresarial comienza con el correcto proceder del subsistema financiero al proveer de los fondos necesarios y en el momento preciso para acometer las inversiones con las que afrontar el proceso productivo, ambas funciones de financiación e inversión las dos que lo componen.

En consecuencia, el deficiente suministro de financiación en una empresa ocasiona tales disfunciones en sus tareas de producción y venta que puede conducirla al estrangulamiento y, de ahí, a su extinción.

La extrapolación de esta idea al agregado de empresas de una economía nos permite vislumbrar las repercusiones sobre ésta del carácter de la estructura financiera conjunta de tales empresas, no sin olvidar la incuestionable influencia que esta estructura financiera recibe, a su vez, de la economía a la que pertenece por medio de su sistema financiero; una polémica ésta de la dirección en la que se ejerce la fuerza -empresa a economía, economía a empresa- aún lejos de zanjarse dada, entre otras razones, la interacción de los dos ámbitos.

Sin ánimo de introducirnos en esta dialéctica, sí es cierto que las empresas de la economía extremeña pueden demostrar cierta conducta financiera que puede o no estar favoreciendo su actividad productiva y, con ello, el desarrollo económico de la comunidad autónoma.

La prospección de esta realidad constituye nuestro objetivo de estudio. La contribución del resultado de esta labor a la adopción de decisiones encaminadas a la superación de las debilidades que, en su caso, posiblemente detectemos, representa nuestra motivación.

Tras una somera descripción de la metodología seguida, nos adentraremos en el análisis de los resultados obtenidos para continuar realizando un estudio comparado de la conducta financiera de la empresa española frente a la extremeña, así como la exposición del apoyo financiero recibido por la empresa extremeña. Finalizaremos con las conclusiones más destacadas.

2. METODOLOGÍA DEL ANÁLISIS FINANCIERO

2.1. Selección muestral

Hemos seleccionado empresas no financieras, domiciliadas en Extremadura, con estados financieros no consolidados y abreviados. El período muestral abarca el intervalo (2000-2002).

Tras un exhaustivo filtrado final que elimina, entre otras, incoherencias de muy diversa índole en la información financiera, el resultado es el de una muestra definitiva formada por 7.004 empresas.

La composición muestral queda reflejada en la distribución que realizamos de las empresas atendiendo a los criterios de activo, ventas, valor añadido, beneficio, pasivo exigible y propiedad del capital.

2.2. Desarrollo metodológico

Organizamos este epígrafe de acuerdo con los bloques de contenido del trabajo a los que hace referencia.

Así, conviene recordar que el valor añadido –neto- nos mide el incremento de valor incorporado a los bienes y servicios consumidos que han sido adquiridos por la empresa a otras entidades; representa, pues, la aportación de la empresa al entorno económico en el que opera.

La renta generada se calcula como el valor añadido estimado al que se suman las partidas que no son propias de la actividad habitual –explotación- de la empresa. En consecuencia, se trata de una estimación de renta generada, la cual se distribuye entre el personal (gastos de personal), prestamistas (gastos financieros), Estado (impuestos devengados), accionistas (distribución de dividendos) y autofinanciación. El ratio Valor añadido estimado/Renta generada estimada nos indica la contribución a la renta generada de la actividad habitual o explotación de la empresa frente a las actividades financieras y extraordinarias en conjunto, estas dos últimas en bloque como diferencia entre el 100% de renta generada estimada y dicho ratio.

Por lo que respecta al análisis vertical que abordamos, comentamos que, al igual que sucederá para el análisis vertical de la cuenta de resultados, el análisis vertical del balance se realiza tan sólo con las variables indicadas dada la relevancia de las mismas y el elevado recorte o incluso desaparición que experimentarían las respectivas muestras en el supuesto de considerar todas las variables del balance y de la cuenta de resultados, según corresponda uno u otro análisis.

Los datos recogidos en los cuadros representan participaciones porcentuales de cada variable con respecto al activo o pasivo, para el análisis vertical del balance, y respecto a la cifra de ventas del ejercicio para el análisis vertical de la cuenta de resultados.

Tendremos en consideración la representatividad de los valores medios obtenidos, por lo que del análisis vertical del balance y cuenta de resultados del conjunto de empresas extremeñas únicamente serán analizados aquéllos que representan razonablemente bien el valor central de su respectiva variable¹.

Por lo que atañe a nuestro bloque de estudio final, el tamaño de la empresa actúa como variable relevante en todo análisis de ratios; de ahí la necesidad de considerar el tamaño a la hora de realizar comparaciones entre empresas. Si aplicamos el criterio del Importe neto de la cifra de ventas como indicador del tamaño², y teniendo presente (a) el escalonamiento que en virtud de esta variable establece la Junta de Extremadura en su consideración del tamaño empresarial³, así como que (b) la inmensa mayoría de las empresas extremeñas no supera el primero de estos escalones, a saber, Importe neto

¹ Dadas las fuertes desviaciones típicas observadas en el análisis vertical de la cuenta de resultados, aplicaremos coeficientes de variación (Desviación típica/Media). Tendremos en consideración sólo aquéllos valores medios cuyos coeficientes de variación resulten inferiores o iguales a 1,5. En los cuadros que recogen el análisis vertical quedan señalados los valores medios representativos y, por tanto, los únicos analizados.

² De acuerdo con la Central de Balances del Banco de España en su base de datos sectorial (RSE).

³ Basándose en la Recomendación de la Comisión Europea 96/280/CE, de 3 de abril, la Junta de Extremadura determina el tamaño empresarial básicamente en virtud de la cifra de ventas (7.000.000 de euros máximo para las pequeñas empresas) o de balance y del número de trabajadores. La ausencia de información del número de empleados para numerosas empresas nos empuja a la aplicación del método de la Central de Balances, esto es, la estimación del tamaño en función de la cifra de negocios.

de la cifra de ventas inferior o igual a 7.000.000 de euros⁴, es éste el punto de referencia que escogemos a fin de determinar el tamaño empresarial. En suma, en el análisis que señalamos como *Consideración del tamaño* figuran las empresas con una cifra de ventas máxima de 7.000.000 de euros, las que podemos considerar pequeñas empresas.

Para el cálculo de los valores medios muestrales en este apartado de ratios, aplicamos medias aritméticas -con la desviación típica indicativas de su validez representativa de la muestra- y medias agregadas, estas últimas más representativas, al tiempo que una división de los valores por cuartiles a fin de dibujar el perfil de los resultados obtenidos.

Como última nota metodológica general del trabajo, añadimos que el análisis de los datos obtenidos referidos a nuestros tres años de estudio, y dado el diferente tamaño muestral de cada uno de ellos, no resulta comparable en serie temporal. No obstante, ofreceremos los datos de cada año en paralelo, refiriendo el tamaño muestral de cada uno, a fin de realizar un estudio global.

3. RESULTADOS⁵

Estructuramos el estudio en base a tres grandes bloques de análisis:

A-Variables económico-financieras

B-Valor añadido, renta generada y su distribución a prestamistas, y capacidad de autofinanciación

C-Estados financieros

C.1.-Análisis vertical del balance y cuenta de resultados

C.2.-Ratios

3.1. Variables económico-financieras

Para este bloque que perfila la composición de la muestra –considerada en todo momento como representativa de la población empresarial extreme-

⁴ Para los años 2000, 2001 y 2002, de las empresas con información sobre esta variable disponible, el 96,8%, 97,1% y 96,9%, respectivamente, no superaba este umbral de cifra de ventas.

⁵ Los cuadros origen de los resultados analizados se encuentran a disposición del lector. Solicitud: aguerra@unex.es

ña-, los cuadros de variables económico-financieras evidencian para cada año una alta concentración del activo, ventas, valor añadido, beneficio y pasivo exigible totales en un porcentaje escaso de empresas.

Así, tan sólo alrededor del 0,5%, 0,3%, 0,5%-0,8%, 6% y 9% del total de empresas de cada año concentran alrededor del 20%, 12%, 17%-21%, 67% y 58%-61% de dichas variables.

Si identificamos tales variables como indicadores del tamaño empresarial, se advierte la heterogeneidad de tamaños de las empresas de cada año. De ahí nuestro interés en aislar esta influencia, como veremos, ofreciendo un análisis económico-financiero de ratios antes y tras considerar el tamaño seleccionando la variable ventas como medida del mismo.

Una especial consideración merece el dato del elevado porcentaje de empresas que en cada uno de los tres años publican resultados negativos: alrededor del 24%, esto es, cerca de la quinta parte de las empresas; una proporción que supera con fuerza el aproximadamente 5% de las empresas con valores añadidos negativos de cada año y que, por tanto, permite deducir el fuerte impacto del coste de personal en los beneficios empresariales extremeños.

La propiedad del capital muestra el predominio abrumador de empresas con un máximo de tres socios así como un grupo minoritario de empresas con más de cinco propietarios; esto es, una elevada concentración del capital consecuencia de la casi exclusiva presencia en el mismo de familiares y de empresas individuales. Les siguen la propiedad en manos de otras empresas y de bancos, prácticamente marginal.

Esta estructura accionarial no parece incidir en la participación porcentual de cada socio en el capital al no observarse un valor claramente dominante⁶, salvo la inclinación en 2001 hacia una participación máxima del 25% del capital y la apenas existencia de propietarios que poseen entre el 50% y el 75% del capital social. De todas las empresas, tan sólo una cotiza en bolsa.

Es testimonial la presencia de accionariado de otros países, exclusivamente de la UE. Entre ellos, destacan los procedentes de Europa central y Gran Bretaña.

⁶ 2000 no es tenido en consideración por la estrechez de su tamaño muestral.

3.2. Valor añadido, renta generada y su devolución a prestamistas, y capacidad de autofinanciación

En los resultados de este apartado observamos que, si bien participan las actividades financieras y extraordinarias en la renta generada, se da una elevada participación de la explotación de las empresas en dicha renta, en especial en 2001 (97,03%).

Los datos evidencian la progresiva pérdida de peso de los gastos financieros (prestamistas) en la renta generada: desde un 13,96% a un 7,71%. Esto es, se libera mayor cuantía de renta generada para ser destinada a personal, impuestos, dividendos y reservas.

3.3. Estados financieros

3.3.1.-Análisis vertical del balance y cuenta de resultados

Apreciamos para el activo agregado de empresas extremeñas una distribución de las inversiones en activo fijo y circulante muy estable a lo largo del período, tanto en bloque como en sus partidas examinadas, así como nítidamente superior en activo circulante que en activo fijo. En su inmovilizado -alrededor del 36% de las inversiones- destaca sobremanera el inmovilizado material y, en las inversiones en circulante, las existencias, seguidas muy de cerca por el crédito a clientes.

Esta estabilidad temporal parece ser compartida por la estructura del pasivo, al menos en cuanto a los elementos examinados; un pasivo que se inclina rotundamente por las deudas a corto plazo de modo tal que calculamos un ratio de endeudamiento a corto plazo cercano a las dos terceras partes del pasivo total. Con las cautelas propias de la representatividad de los datos, parece que sólo en torno al 20% del pasivo lo conforman recursos propios, proporción muy similar a la que presentan las deudas a largo plazo o ratio de endeudamiento a largo plazo.

La financiación permanente parece cubrir toda la inversión en inmovilizado y más del 3%⁷ del circulante en 2000-2001. Esta existencia de fondo

⁷ Expresaremos este fondo de rotación, obviamente, de forma porcentual al ser estimado como la diferencia entre la proporción de activo invertido en activo circulante y la de pasivo formada por pasivo circulante. Se trata sólo de una estimación del fondo de rotación que más tarde será corregida con una medición del mismo más exacta.

de rotación⁸ manifiesta tan sólo un cierto grado de garantía de los pagos a corto plazo dado que la cuantía del mismo no puede valorarse si no es a través de valores de referencia de estudios comparativos.

Pasando al análisis vertical de la cuenta de resultados, tan sólo indicar que la falta de representatividad de los valores medios calculados para el agregado extremeño desaconseja su análisis.

3.3.2. Ratios

Los objetivos del presente trabajo aconsejan afrontar el estudio del siguiente cuerpo de ratios:

- 1.-Ratios de estructura
- 2.-Ratios de solvencia
- 3.-Ratios de rentabilidad
- 4.-Ratio de retención de beneficios

esto sin perjuicio de las evidentes interrelaciones existentes entre los componentes de estos bloques de ratios.

Los ratios comprendidos en cada apartado, junto con la simbología que le ha sido asignada con fines operativos, se recogen en las tablas siguientes.

⁸ Las afirmaciones relacionadas con el fondo de rotación del análisis vertical deben ser aceptadas con cierta prudencia dada la no consideración en el estudio de partidas, menos relevantes, tales como Gastos e Ingresos a distribuir en varios ejercicios, Otros pasivos (fijos) y Provisiones para riesgos y gastos a corto plazo.

Ratios de estructura
(Ratios R1)

Simbología	Definición
R1-1	Activo fijo/Activo
R1-2	Activo circulante/Activo
R1-3	(Activo realizable+Activo disponible)/Activo circulante
R1-4	Recursos propios/Pasivo
R1-5	Pasivo exigible/Pasivo
R1-6	Ratio de endeudamiento = Pasivo exigible/Recursos propios
R1-7	Índice de capitalización = Recursos propios/Financiación permanente
R1-8	Pasivo circulante/Pasivo exigible
R1-9	Rotación del Fondo de maniobra = Ventas/Fondo de maniobra

Ratios de solvencia
(Ratios R2)

Solvencia a corto plazo	
Simbología	Definición
R2-1	Ratio de solvencia a corto plazo o de liquidez = Activo circulante/Pasivo circulante
R2-2	Ratio de liquidez inmediata o test ácido = (Activo realizable+Activo disponible)/Pasivo circulante
R2-3	Ratio de tesorería = Activo disponible/Pasivo circulante
R2-4	Tiempo medio de cobro a clientes
R2-5	Tiempo medio de pago a proveedores
Solvencia a largo plazo	
R2-6	Ratio de cobertura o garantía total = Activo real/Pasivo exigible
R2-7	Ratio de autonomía financiera = Recursos propios/Pasivo exigible
R2-8	Gastos financieros/Resultado de explotación
R2-9	Ratio de cobertura de intereses = Gastos financieros / (Resultado de explotación+Ingresos financieros+Dotación a la amortización)

Ratios de rentabilidad y coste
(Ratios R3)

Simbología	Definición
R3-1	Rentabilidad de explotación = Resultado de explotación/Activo afecto a explotación
R3-2	Rentabilidad económica (ROA) = Beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT)/Activo
R3-3	Rentabilidad financiera (ROE) = Beneficio después de impuestos/Patrimonio neto
R3-4	Composición de ROA: ROA = Margen sobre ventas x Rotaciones del activo
R3-5	Coste del pasivo exigible = Gastos financieros/Pasivo exigible
R3-6	BAIT/Gastos financieros
R3-7	Distancia al punto muerto = Gastos de explotación/Ingresos de explotación

Ratio de retención de beneficios
(Ratio R4)

Simbología	Definición
R4	Variación de Reservas/Beneficio neto

Algunos de estos ratios aportan información ya recogida en el análisis vertical, aunque medida de forma distinta, al tiempo que nos referiremos a ciertos resultados obtenidos en aquel análisis y no medidos mediante ratios para evitar duplicidades⁹.

⁹ Los resultados de los ratios R1-6, R1-9, R2-8 y R2-9 no son objeto de comentario ya que (i) sus medias agregadas no resultan fiables dada la posibilidad de que sus denominadores puedan ser negativos y (ii) los coeficientes de variación de sus medias aritméticas son mayoritariamente mayores que 1,5. El hecho de que sólo algunos años aislados sí cumplen con este último requisito no aconseja tampoco su análisis. No obstante, siempre cabe la posibilidad de tomar las medias agregadas con la debida precaución y así lo haremos en determinados casos.

Las empresas de la comunidad autónoma, como ya anticipábamos en el análisis vertical, mantienen invertido por encima del 36%¹⁰ de sus inversiones totales en inmovilizado; la mitad de las empresas tienen un ratio en torno al 32%. Las empresas pequeñas destinan aún más a estas inversiones: por encima del 39,63%, es decir, resultan ser más intensivas en equipo capital que el conjunto de empresas. En consecuencia, el conjunto de empresas invierten más en activo circulante, por encima del 63,35%, que las empresas pequeñas, superior al 60,56%.

En el activo circulante, las empresas pequeñas destinan más a existencias que el conjunto de empresas al mostrar una proporción de activo circulante invertido en activo realizable y disponible superior al 53,80% frente al 59,21% del conjunto extremeño.

Por parte del pasivo, la participación de la financiación propia en el pasivo total del conjunto empresarial termina situándose cerca de la tercera parte dado su moderado crecimiento; frente a ellas, las pequeñas empresas muestran una menor proporción de fondos propios (terminan en un 30,70%), si bien creciente también, con la mayor proporción de financiación reembolsable que ello supone. En consecuencia, las empresas extremeñas se financian mayoritariamente con deudas, finalizando en un 66,46% del pasivo, y aún más las pequeñas empresas, con un valor final del 69,11%, ambos endeudamientos decrecientes en favor, obviamente, de una creciente capitalización y, con ello, de una mejora progresiva en su autonomía financiera.

Se trata de un endeudamiento de baja calidad dada la elevada proporción del mismo que vence a corto plazo, entre el 72% y 75% aproximadamente, unos porcentajes algo menores en las pequeñas empresas (entre el 70% y 72%); a su favor tenemos la progresiva reducción de este ratio en ambos colectivos. Estas circunstancias vienen contrastadas desde que el análisis vertical arrojará unas deudas a corto plazo en torno al 59% del pasivo para los años 2000 y 2001 -únicos con medias representativas-, ratios de endeuda-

¹⁰ Como ya comentáramos, entre la media agregada y la media aritmética como indicadores del valor promedio del ratio, la media agregada es más representativa de este valor al considerar implícitamente el tamaño de cada empresa. Esto es cierto salvo para aquellos ratios en los que el denominador puede tomar valores negativos; en tal caso, la dificultad de interpretar el resultado y la variabilidad que puede alcanzar en ratio ante cambios pequeños en el denominador -ambas son las limitaciones en este caso- aconsejan inclinarnos hacia la media aritmética, siempre que el coeficiente de variación alcance un valor máximo de 1,5.

miento a corto plazo levemente decrecientes también. Frente a este endeudamiento, el ratio de endeudamiento a largo plazo igualmente entonces alcanzaba alrededor del 20% del pasivo para Extremadura para ambos años, ligeramente creciente además.

En definitiva, un endeudamiento en principio aparentemente elevado, pero decreciente, agravado por una baja calidad por su alta proporción de deudas a corto plazo, aunque también decrecientes a favor del endeudamiento a largo plazo.

De la financiación permanente de las empresas extremeñas, alrededor de las dos terceras partes la constituyen recursos propios, una proporción que además crece; este índice de capitalización resulta menor en las pequeñas empresas, que finalizan con un 59,51%, aunque comparten con el grupo un índice de capitalización creciente. Con ello, el endeudamiento a largo plazo ocupa cada vez menos de los fondos permanentes en Extremadura independientemente del tamaño empresarial.

El estudio de la solvencia de las empresas extremeñas recordemos que se afrontaba desde el corto y largo plazo. La solvencia a corto plazo parece confirmada dado que el ratio de solvencia manifiesta un activo circulante entre un 23% y un 29% aproximadamente superior a su pasivo circulante, esto a falta de conocer cuál sería el ratio ideal, es decir, la cuantía idónea de fondo de rotación. Incluso se robustece su solvencia a corto plazo tras comprobar la evolución creciente de este ratio. Su grupo de empresas pequeñas ofrece menor grado de solvencia, si bien creciente también, tras calcularse sus fondos de rotación entre el 19% y el 23% de su pasivo exigible aproximadamente.

Información añadida nos ofrecen los ratios siguientes. Así, la supresión de las existencias del circulante afecta de forma contundente al ratio de solvencia tal que lo rebaja al 72,04% de las deudas circulantes máximo, valores aún mayores que para sus empresas pequeñas, máximos de un 69,16%. Esta capacidad de afrontar de forma inmediata el pago de las deudas que vencen en el corto plazo también crece en ambos casos.

El ratio de tesorería alcanza también valores crecientes, en torno al 12%, aumentando así su solvencia a corto plazo. Aún mayores son los datos de sus pequeñas empresas, en general crecientes.

Del enfrentamiento del tiempo medio de pago a proveedores (TMP) con el del cobro a clientes (TMC) se infiere la buena situación de las empresas extremeñas dado que el primero supera al segundo, con la consiguiente

menor duración de su período medio de maduración (PMM) y, con ello, menor necesidad de fondo de rotación que en el supuesto contrario. Además, dado el recorte del TMC y el alargamiento progresivo del TMP, esta favorable situación aumenta con los años. En sus pequeñas empresas esta nota ventajosa para su solvencia a corto plazo incluso mejora.

La existencia de fondo de rotación, condicionada a su prolongación en el largo plazo, junto a unos ratios de garantía total superiores al 100% -existencia de patrimonio neto positivo-, pendientes estos últimos -superiores al 141,53%- de su comparación con los que pudieran calificarse como valores ideales, demuestran la existencia de solvencia a largo plazo en las empresas extremeñas; y, no sólo esto, si no también su carácter creciente. Sus empresas pequeñas muestran algo menos de activo real con el que afrontar sus deudas, pero se hallan próximas y conservan su crecimiento.

El ratio de autonomía se sitúa en lo que, a priori, podríamos valorar como de reducido valor, esto es, empresas con elevado endeudamiento: los fondos propios alcanzan entre el 42% y el 49% de su pasivo exigible aproximadamente, si bien el ratio se incrementa paulatinamente. Sus empresas pequeñas aún gozan de menor autonomía financiera, aunque conservan su crecimiento. Son estos unos resultados que confirman los arrojados por los ratios de estructura más arriba comentados, a los que añadíamos la baja calidad, aunque creciente, de tal endeudamiento.

Con las debidas cautelas relacionadas con la media agregada de los ratios R2-8 y R2-9 antes referidas, cabe mencionar que los gastos financieros se sitúan en los alrededores de la mitad del resultado de explotación y aún más proporción en sus pequeñas empresas, en las que llega hasta por encima del 60%. Unos porcentajes que bajan hasta aproximadamente el 25% en el ratio de cobertura de intereses, si bien algo más elevados para sus empresas pequeñas.

En el ámbito ya de la rentabilidad empresarial, la rentabilidad que genera la explotación de las empresas extremeñas señala una evolución irregular con un intervalo de variación que oscila entre el 4,39% y el 5,03%. Las pequeñas empresas extremeñas cuentan con explotaciones algo menos rentables que el total e igualmente de irregular trayectoria: entre el 3,61% y el 4,34%.

La rentabilidad económica (ROA) de la comunidad autónoma muestra una conducta decreciente entre el 3,48% y el 4,66%. En general más baja para las pequeñas empresas, el ROA de este colectivo decrece en el período de forma sostenida desde el 4,74% de 2000 al 3,37% del año final.

La causa de este descenso de ROA en el agregado empresarial y en el colectivo de empresas pequeñas parece ser el progresivo deterioro del margen sobre ventas y no la rotación del activo, que incluso crece.

De nuevo las empresas no demuestran tendencia en su rentabilidad financiera (ROE)¹¹; una rentabilidad que varía en el intervalo (4,11%-5,79%). En general, las pequeñas empresas muestran fondos propios netos menos rentables que el total empresarial y asimismo sin evolución precisa: entre el 4,08% y el 6,28%.

El coste del pasivo exigible extremeño, sin tendencia temporal, se cifra en un 3% aproximadamente, con el máximo del 3,25% en 2002. Estos valores medios resultan inferiores a sus respectivos ROA, de donde parece inferirse un apalancamiento financiero positivo -efecto favorable de la deuda sobre el beneficio neto empresarial- que, por tanto, impulsa el ROE.

La cobertura del resultado de explotación de los gastos financieros alcanza niveles de hasta el 219,94%, un valor que desciende, no obstante, en los dos años posteriores. Las pequeñas empresas extremeñas cubren peor sus gastos financieros con la explotación al descender este ratio hasta un máximo del 175,43%.

Estas empresas superan el punto muerto, pero no se alejan en exceso de él tal y como se deduce de sus ratios de distancia al punto muerto, bastante estabilizados en torno al 97%. Sus empresas pequeñas ofrecen valores muy próximos al agregado extremeño.

Para finalizar, añadir que las empresas extremeñas destinan a reservas por término medio entre un 82,30 y un 89,21% de sus beneficios y lo hacen de forma creciente, con el alivio que supone este incremento progresivo de autofinanciación en términos de costes financieros explícitos. Sus empresas pequeñas, aún reduciendo en general estos porcentajes de autofinanciación, se sitúan en las proximidades del agregado empresarial.

¹¹ Los comentarios que realicemos sobre el ROE para la comunidad autónoma hemos de advertir que se asuman con suma cautela debido a que nos basamos en sus medias agregadas y el denominador de esta rentabilidad alcanza valores negativos no en pocas ocasiones.

4. EMPRESA EXTREMEÑA FRENTE A EMPRESA NACIONAL

Tras considerar la información procedente de los estados financieros -en especial los ratios- como la más apta para afrontar este análisis comparado, comenzamos presentando las aparentes debilidades y fortalezas financieras¹² más destacadas del conjunto de empresas extremeñas, independientemente de su tamaño.

APARENTES DEBILIDADES	APARENTES FORTALEZAS
<ul style="list-style-type: none"> • Elevado endeudamiento, sólo mitigado por su evolución decreciente • Un débil índice de capitalización, aunque ascendente • Débil y decreciente calidad de la deuda • Reducida autonomía financiera, si bien creciente • Una rentabilidad económica decreciente • Una rentabilidad financiera y coste del pasivo exigible sin tendencia, lo cual, cuando menos, no manifiesta un comportamiento deseable a lo largo del tiempo • Una participación creciente de los gastos financieros en el beneficio de explotación 	<ul style="list-style-type: none"> • Fuerte y creciente ratio de solvencia a corto plazo • Un Tiempo medio de pago (TMP) muy superior a su Tiempo medio de cobro (TMC). Por otra parte, una evolución creciente del primero y descendente del segundo. Estas circunstancias provocan una diferencia entre ambos tiempos medios que aumenta paulatinamente, con los consiguientes efectos positivos sobre las necesidades de fondo de rotación -a igualdad del resto de los factores-. • Sólido y ascendente ratio de cobertura o garantía total. La conjunción de todos estos puntos fuertes deriva en un diagnóstico favorable a la existencia de solvencia a corto y largo plazo que, además, se ve subrayado por su tendencia creciente • Un coste del pasivo exigible inferior a la rentabilidad económica, con evidentes efectos positivos de apalancamiento financiero • Unas ventas que superan el punto muerto, aunque poco • Elevada propensión a la autofinanciación por enriquecimiento al destinar un elevado y creciente porcentaje del beneficio a reservas

¹² Aún aparentes dada la ausencia de su comparación con valores de referencia, precisamente nuestro objetivo para este apartado.

Esta exposición de las supuestas debilidades y fortalezas detectadas en el análisis vertical y de ratios de la comunidad autónoma exige una debida verificación. Ésta se consigue a través de su comparación con los respectivos valores nacionales, cuando menos en aquellos disponibles.

Los datos nacionales son extraídos de la Central de Balances Anual (CBA) y de información transmitida por los Registros Mercantiles a la Central de Balances (RM-CB) en virtud de un acuerdo suscrito por los primeros y el Banco de España.

Ambas bases de datos son complementarias al no ofrecer la primera la información básica recogida en la segunda, y a la inversa, de tal suerte que ambas resultan sesgadas. Nos referimos a que la CBA demuestra una sobre-representación de las grandes empresas al tiempo que de las empresas industriales (especialmente manufactureras)¹³, en tanto que la base de datos RM-CB pretende paliar este sesgo al mostrar una participación de la industria manufacturera notablemente menor que en CBA, un destacada importancia de los servicios de mercado como fiel reflejo de la población de empresas españolas, así como al ofrecer exclusivamente datos referidos a pequeñas empresas, es decir, con menos de cincuenta empleados promedio en los dos ejercicios de cada base de datos anual además de con los límites que establece la CBA en cuanto al activo y al haber de la cuenta de resultados como criterios de dimensión añadidos al número de trabajadores a fin de no desvirtuar el tamaño real de una empresa¹⁴. Es por esta razón por la que los datos de Total de empresas y Pequeñas empresas coinciden en RM-CB.

Dado que la mayoría de las empresas extremeñas recordemos se revelaban como pequeñas, de acuerdo con nuestro criterio medidor del tamaño empresarial, el análisis comparado de los resultados extremeños con los recogidos en RM-CB adquiere especial significación: se convierte en nuestro mejor referente para los resultados extremeños. No obstante, y a fin de filtrar el tamaño de CBA, ofrecemos asimismo datos CBA para empresas pequeñas.

¹³ Por otro lado, las empresas extremeñas se encuentran muy escasamente representadas en la CBA al ofrecer esta región uno de los menores índices de cobertura del país, precisamente una de las razones que nos impulsó a confeccionar nuestra propia muestra empresarial de esta comunidad autónoma.

¹⁴ La CBA y RM-CB aplican para medir el tamaño un criterio mixto basado en esas tres variables de acuerdo con la Recomendación 96/280/CE.

Además de estas anotaciones, recogemos otras imprescindibles para acometer un examen comparado de Extremadura (EX), CBA y RM-CB basado en una lógica prudencia dadas ciertas discrepancias existentes en la información utilizada por las tres fuentes (Anexo).

En el análisis vertical del balance se advierte un escasa participación del inmovilizado en el activo de la empresa extremeña (alrededor de la tercera parte de éste), incluso por debajo de la pequeña empresa nacional. Dada la no consideración de la actividad, esto parecería indicar un menor grado de mecanización de la empresa extremeña, observación avalada por la estabilidad temporal de la participación del inmovilizado en EX, CBA y RM-CB.

Destacamos el abultado endeudamiento de la empresa autonómica al sobrepasar significativamente el nacional, incluso es un 17% superior al ofrecidos por las pequeñas empresas españolas. Al menos evita el crecimiento dada su estabilidad temporal, a falta de información del último año, al igual que la pequeña empresa española; la empresa CBA sí que experimenta un endeudamiento creciente.

Un mayor endeudamiento éste que, además se agrava respecto al nacional dado que, si bien procede de una mayor deuda a largo y a corto plazo que la española, obedece en mucha mayor medida a un superior exigible a corto que a largo plazo en EX y respecto al nacional: si las empresas españolas trabajan con mayor deuda a corto que a largo plazo, particularmente las pequeñas empresas, en las extremeñas se agudiza sobremanera esta diferencia (un 15% sobre el pasivo más de endeudamiento a corto que la pequeña nacional, con un leve descenso). Esto es, mayor endeudamiento y de peor calidad el extremeño que el nacional.

La inexistencia de resultados fiables para el análisis vertical de la cuenta de resultados de EX nos imposibilita este análisis comparado con la empresa nacional.

El examen de los ratios extremeños nos desvela un fuerte endeudamiento en relación con el nacional. Esta distancia aumenta incluso para las empresas pequeñas regionales frente a las pequeñas nacionales. Sólo el descenso paulatino de este ratio en EX, junto con un leve decremento del nacional de RM-CB, permite una convergencia entre ambos endeudamientos, aún lejos de conseguir; sí que las pequeñas empresas CBA ven recortar su nivel de deuda, con lo que su distancia con las pequeñas extremeñas prácticamente se mantiene.

La evolución de la calidad de la deuda provoca el paso de una deuda extremeña para sus empresas pequeñas de ligera peor calidad que las pequeñas nacionales a otra de leve mejor calidad. Las firmas CBA, como siempre, lejos de las extremeñas y RM-CB al exhibir una calidad notablemente superior.

Las empresas extremeñas evidencian una sensible menor capitalización que las nacionales. Una cierta mejoría experimentada por las primeras es compartida, quizá con algo menos de intensidad, por las nacionales más comparables.

Las empresas RM-CB comienzan con un ratio de solvencia a corto plazo que supera al regional de empresas pequeñas para pasar a una aproximada igualdad. CBA se sitúa a relativa distancia de ambos, con un ratio siempre menor.

Como información complementaria del examen de la solvencia a corto plazo, las empresas de la comunidad autónoma demoran más el cobro a sus clientes que las nacionales, estrechándose cada vez más esta diferencia a causa del recorte de este TMC extremeño y de la constancia del nacional. El aplazamiento en el pago de las compras extremeñas resulta sumamente superior al de la empresa nacional, una distancia que incluso aumenta con el tiempo dado el crecimiento del TMP extremeño frente a la estabilidad del nacional. De resultas, se advierte un TMP extremeño muy superior a su TMC, una superioridad además creciente con el tiempo, así como una superioridad también nacional si bien apenas significativa y muy constante; la consecuencia se concreta en una notable menor necesidad de fondo de rotación en las empresas extremeñas que nacionales, a igualdad del resto de los factores, y cada vez menos, con la evidente mejor posición en solvencia a corto plazo de las primeras empresas.

De la conjunción del ratio de solvencia a corto plazo, TMC y TMP deducimos la existencia de esta solvencia a corto en las empresas extremeñas y nacionales, con una cierta ventaja de las primeras sobre las segundas.

El ratio de cobertura extremeño experimenta un deterioro relativo al pasar de situarse incluso por encima del nacional comparable a hacerlo por debajo de él; la causa se halla en el descenso del ratio extremeño frente a la leve mejora del nacional respectivo. Se encuentra lejos, por debajo siempre, también de CBA, un valor este último en constante decremento.

La autonomía financiera de la empresa regional, por su parte, se encuentra en una muy fuerte desventaja respecto a la nacional respectiva y a CBA. No obstante, a su favor cuenta con el crecimiento sostenido de autonomía en contra de la pérdida paulatina general que sufre la empresa española –escasa en RM-CB y muy acusada en CBA-. En consecuencia, se reduce con el tiempo la gran distancia que separa la empresa extremeña de la española.

A partir de los dos últimos ratios concluimos que, si bien las firmas regionales y nacionales demuestran poseer solvencia a largo plazo (en especial por el ratio de cobertura), las extremeñas resultan menos solventes en este plazo; una inferior condición la extremeña que evoluciona de forma contradictoria: empeoramiento relativo de la solvencia por el lado de la cobertura o garantía total, mas mejoría progresiva dado el fortalecimiento de su autonomía financiera.

Las empresas extremeñas ofrecen una menor rentabilidad económica que las nacionales (con la excepción del año 2001 de RM-CB, un valor anómalo), en especial en relación con las empresas respectivas de CBA. Las firmas pequeñas de todos los ámbitos padecen, en general, pérdidas de rentabilidad económica, en contradicción con el paulatino ascenso de rentabilidad del total de empresas CBA; esta evolución deviene en unas distancias entre las empresas pequeñas regionales y nacionales bastante constantes (con la excepción antes apuntada).

Similar circunstancia se presenta con la rentabilidad financiera al darse unas empresas extremeñas con menor ROE que las nacionales (con igual excepción en 2001 para RM-CB), aún menor respecto a las pequeñas de CBA. Pero, mientras que las empresas nacionales sufren, en general, de una pérdida de rentabilidad financiera -salvo el crecimiento del total CBA-, con las extremeñas sucede lo contrario al ganar, en general, rentabilidad financiera en el período.

Las pequeñas empresas extremeñas soportan un coste del pasivo exigible que pasa de ser menor al de RM-CB a ser mayor, dado el descenso general de las segundas empresas frente al insignificante descenso regional, pero siempre un coste notablemente menor que las pequeñas de CBA. Esta discrepancia entre las dos pequeñas empresas nacionales se debe básicamente al significativo menor coste de las empresas RM-CB.

La relación entre ROA y coste del pasivo (K_1) resulta positiva en los tres ámbitos comparados, un resultado favorable a la existencia de apalancamiento financiero. No obstante, advertimos una menor diferencia ROA- K_1 en EX que

en el país, esto es, las deudas provocan una menor mejora del beneficio empresarial en esta comunidad autónoma que en el conjunto español. Las evoluciones temporales se muestran muy contradictorias entre sí: así, mientras en EX y en las pequeñas CBA este indicador de apalancamiento financiero desciende, en general, las empresas RM-CB experimentan un fuerte descenso en 2001 –de acuerdo con su anomalía de este año en ROA y K_1 – para recuperarse parcialmente en 2002.

Los gastos financieros de las empresas extremeñas representan una mayor parte del beneficio de explotación que en las firmas nacionales: el coste de la financiación ajena merma más el beneficio que obtienen las empresas extremeñas de su actividad habitual, lo que obliga a una explotación que genere más beneficios que la nacional para equipararse con ella, o bien resulta lastrado el resultado final de la empresa al reducirse el resultado ordinario. A su favor encontramos que, si bien en las pequeñas empresas extremeñas y en RM-CB (las más comparables) se incrementa, en general, la participación del gasto financiero en el resultado de explotación, el incremento es mayor en las segundas que en las primeras empresas, lo que permite ir recorriendo la distancia de este ratio entre ambas.

Para finalizar, las empresas extremeñas retienen significativamente más beneficios que las empresas nacionales. Las empresas RM-CB, segundas en retención de resultados, se encuentran a una distancia cada vez mayor respecto a las regionales dado el descenso en retención de beneficios que padecen las primeras; una tendencia decreciente compartida también por las nacionales CBA, si bien estas últimas en mucha mayor magnitud hasta llegar incluso a una distribución media de beneficios con cargo a reservas en 2002. En suma, un recurso a la autofinanciación por enriquecimiento de la empresa regional mayor que el nacional pero, además, creciente en general.

Una vez realizada esta síntesis comparada de los valores medios extremeños con los nacionales, nos encontramos en disposición de responder a los planteamientos iniciales de debilidades y fortalezas detectadas en las empresas de la comunidad autónoma.

DEBILIDADES

Variable económico-financiera	Extremadura	España
Endeudamiento ¹⁵	Elevado Decreciente	Menor Decreciente en cierta medida
Índice de capitalización	Débil Poco creciente	Mayor Quizá algo menos creciente
Calidad de la deuda	De leve peor a leve mejor Decreciente	De leve mejor a leve peor Evolución indefinida
Autonomía financiera	Muy reducida Creciente	Muy superior Decreciente
Rentabilidad económica	Menor Decreciente	Mayor Decreciente, en general
Rentabilidad financiera	Menor Creciente	Mayor Decrecientes, en general
Coste del pasivo exigible	De menor a mayor (respecto a RM-CB) o siempre menor (respecto a CBA) Ligero descenso	De mayor a menor (RM-CB) o siempre mayor (CBA) Descenso mayor
Participación de los Gastos financieros en el Beneficio de explotación	Mayor Creciente, en general	Menor Creciente

¹⁵ Sólo debilidad este elevado endeudamiento desde el punto de vista de la estructura o situación financiera de la empresa ya que, dada el signo positivo del indicador de apalancamiento financiero (ROA-K_f) en la empresa extremeña, como vemos más adelante, las repercusiones positivas de este abultado endeudamiento sobre la rentabilidad financiera de la empresa lo convierten en un punto fuerte, si bien menos que en la empresa nacional.

FORTALEZAS

Ratio de solvencia a corto plazo	De algo menor a aproximada igualdad Creciente	De algo mayor a aproximada igualdad Evolución indefinida
Tiempo medio de pago (TMP) Tiempo medio de cobro (TMC)	TMP muy superior a TMC TMP creciente TMC decreciente TMP-TMC creciente	TMP menos superior a TMC TMP aproximadamente constante TMC aproximadamente constante TMP-TMC aproximadamente constante
Ratio de Cobertura o garantía total	De algo mayor a bastante inferior Decrecimiento en pequeñas Empresas Crecimiento en total empresas	De algo menor a bastante superior Leve crecimiento en pequeñas Decrecimiento en CBA
Diagnóstico de solvencia a corto plazo	Solvencia a corto plazo Cierta mayor solvencia a corto plazo	Solvencia a corto plazo Cierta menor solvencia a corto plazo
Diagnóstico de solvencia a largo plazo	Solvencia a largo plazo Menor solvencia a largo plazo	Solvencia a largo plazo Mayor solvencia a largo plazo
Rentabilidad económica – Coste del pasivo exigible	Rentabilidad económica superior al Coste del pasivo exigible Menor	Rentabilidad económica superior al coste del pasivo exigible Mayor
Retención de beneficios	Fuerte Creciente	Menor Decreciente

5. RELACIONES DEL SISTEMA FINANCIERO EXTREMEÑO CON LA EMPRESA REGIONAL

Referimos este análisis al conjunto de empresas de la comunidad autónoma, obviando el análisis sectorial -al igual que para nuestra primera parte del trabajo- a fin de centrar nuestros esfuerzos en la comunidad. La implicación de un sistema financiero en la empresa que actúa en esa economía la tipificamos, de acuerdo con el grado de compromiso que adquiere el mismo con la empresa, en tres vías de actuación¹⁶:

- A.-Actividad prestamista
- B.-Participación en fondos propios
- C.-Prestación de servicios empresariales diversos

En Extremadura, la actividad prestamista se centra en la concesión de préstamos propiamente dicha (privados y públicos, estos últimos por parte del ICO y de la Junta de Extremadura), en la subsidiación de intereses de préstamo y en la concesión de avales -en los que Extraval, nuestra única sociedad de garantía recíproca ocupa una posición estratégica-. Por el lado de la participación en fondos propios, la empresa regional cuenta con (i) la participación en capital pública (a manos de las dos sociedades de capital riesgo públicas -Sofiex y Sodiex-, además de la Corporación Empresarial Extremeña) y privada (capital riesgo privado y presencia accionarial de las entidades de crédito regionales), así como con (ii) las subvenciones públicas directas o a fondo perdido. Por parte de la prestación de servicios, las sociedades de capital riesgo y de garantía recíproca extremeñas colaboran en muy diversos aspectos con la empresa regional.

¹⁶ Las asimetrías informativas en una operación de préstamo se identifican con la desigual información de la que disponen prestamista y prestatario en estas operaciones. De ahí se derivan los problemas de selección adversa, o mayor información dispuesta por el prestatario sobre el prestamista acerca de las características y evolución futura del proyecto de inversión al que se destina el préstamo, y de riesgo moral, o discrecionalidad del prestatario a la hora de aplicar los fondos así conseguidos.

En base a nuestra revisión del comportamiento demostrado por estas fórmulas de financiación empresarial comentamos que el elevado endeudamiento relativo de la empresa extremeña pretende aliviarse por el sistema financiero de la comunidad por medio de dos grandes frentes:

A.-Al margen de la actitud prestamista de las entidades de crédito operantes en la comunidad -en especial las dos cajas de ahorros regionales-, siempre receptiva a la concesión de préstamos subvencionados por la administración pública, la empresa cuenta con la actividad prestamista desplegada por instituciones y entidades públicas de origen básicamente autonómico. A saber: (i) préstamos ICO -tramitados por las entidades de crédito en sus operaciones de mediación-, Sofiex y Sodiex, (ii) subvención a través de subsidiación de intereses practicada por la Junta de Extremadura y (iii) concesión de avales por Extraval y Sofiex.

La primera actuación resulta de todo punto deseable por la empresa extremeña dado su carácter de financiación privilegiada, concretamente en cuanto a:

- (a) su vencimiento a largo plazo, por lo que resulta adecuada a la inversión que financia y relaja su estructura financiera dada la baja y decreciente calidad de su deuda -lo que le hace ganar en solvencia, en especial la solvencia a largo plazo por su déficit respecto a la nacional-;
- (b) su posibilidad de carencia en la amortización, esencial en nuevas empresas;
- (c) su más reducido tipo de interés, elevado por el carácter de pyme de la empresa extremeña, lo que repercute en un reforzamiento de su relativamente débil rentabilidad financiera al verse reducida la elevada participación de los gastos financieros en el beneficio de explotación que padece la empresa extremeña. Un efecto adicional se alcanza con la subida que experimenta el grado de apalancamiento financiero, por debajo del nacional, con la consiguiente mejora económica que alcanza la empresa -incremento de su beneficio- ante la contratación de nueva deuda.

No obstante, la relevancia del apoyo financiero de estas tres entidades en la posición prestataria de las empresas es escasa dado que el conjunto de estos préstamos roza por término medio el 2% del nominal vivo anual de la empresa extremeña, e incluso desciende esta presencia en el préstamo regional por el lado de Sofiex y Sodiex.

En cuanto a la segunda, la subvención de intereses practicada por el gobierno autónomo alcanza tal dimensión en términos absolutos -sobre el saldo del préstamo a largo plazo vivo y los gastos financieros de las empresas regionales- y relativa -respecto a los concedidos por las tres entidades anteriores- que nos da la medida del fuerte grado de implicación pública en el desarrollo empresarial. Su naturaleza de financiación a largo plazo le hace compartir el alivio económico y financiero, antes referido, que supone para la empresa regional, esta vez significativamente más acusado que en el supuesto de las tres entidades anteriores.

Todos estos apoyos prestamistas mencionados adolecen, no obstante, de una de las grandes lacras de toda pyme y, por tanto, de la empresa regional: la dificultad de concesión del préstamo por la sociedad de capital riesgo o por el mercado, según sea la modalidad; esta dificultad merma en buena medida el impacto beneficioso de la subsidiación de intereses sencillamente porque la imposibilita. Esto nos retrotrae a la problemática de la excesiva dependencia del préstamo bancario de la empresa extremeña, consustancial a toda pyme mas no por ello asumible; una dependencia aún mayor en el préstamo a largo plazo por cuanto que, descartada la aportación de propietarios y la retención de beneficios por su reducida presencia en el pasivo extremeño -pese a la contundente dotación anual a reservas detectada-, éste se convierte en el recurso financiero por excelencia para este plazo; una fuente, pues, imprescindible para descargar el inclinado peso del pasivo regional hacia los fondos a corto plazo, es decir, para reforzar su financiación a largo plazo.

En este sentido, la empresa extremeña debe plantearse una política de lucha veraz y efectiva contra las asimetrías informativas que lacran su credibilidad ante las entidades de crédito, proceso plagado de complejidades que lo convierten en arduo y lento y que, en los supuestos que nos ocupan, cuenta en algunos casos con la colaboración de las exigencias de verificación del destino real de la financiación subvencionada impuestas por la entidad prestamista -neutralización del riesgo moral como manifestación de asimetría informativa- así como otras actuaciones de esta última encaminadas en esta dirección.

La insuficiencia de garantías, una segunda raíz de la dificultad del acceso al préstamo bancario¹⁷, en especial al préstamo a largo plazo -nuestro objetivo al contar el subvencionado mayoritariamente con este vencimiento-, se combate desde diversos frentes:

- a.-un instrumento imprescindible en este contexto: la concesión pública de avales, en especial por parte de Extraval, se muestra contundente en cifras absolutas pero en términos relativos apenas supera el 4% del saldo medio de préstamos a largo plazo en el mejor de los años, además de padecer al menos un aparente estancamiento pendiente de confirmación y, en su caso, de justificar. Resulta imprescindible en esta circunstancia emprender una labor de mayor difusión entre el empresariado de las excelencias de esta fórmula financiera, algo aplicable igualmente a los avales concedidos por Sofiex -cifrados en un máximo del 6,6% de los otorgados por Extraval-.
- b.-atajar el origen de la cuestión: la deficiente garantía patrimonial. Pese a que nuestro análisis evidencia solvencia a largo plazo en la empresa extremeña, bien es cierto que algo menor que la nacional, resulta preciso apuntalar los recursos propios. Para ello, resulta tan obvia la necesidad de una mayor presencia de los recursos propios como difícil su logro por el carácter de pyme de esta empresa. Así nos encontramos con empresas con baja capitalización abocadas, por esta razón, al endeudamiento, un endeudamiento que se frena cuando se advierte riesgo de insolvencia por la escasez de recursos propios, circunstancia que degenera en el estrangulamiento financiero de la empresa.

La empresa extremeña se ve obligada a interrumpir este efecto bola de nieve recurriendo a mecanismos que divergen de acuerdo con el tamaño y etapa del ciclo de vida de la empresa.

Así, si bien como financiación temporal, el recurso al capital riesgo público, que incluye también empresas pequeñas y se ocupa en buena medida

¹⁷ Guerra (2006) para un análisis sectorial detallado.

del capital arranque, y privado, preocupado fundamentalmente por empresas de mediano tamaño y por el capital desarrollo, constituye una alternativa que conviene explorar en mayor medida. La subvención pública de capital adquiere un valor teóricamente estratégico en esta comunidad, pero la crítica relativa hacia la misma vertida por diversos autores en el sentido de que la subsidiación de intereses es más eficaz y transparente que la subvención en capital a fondo perdido aconseja reconsiderar al menos el grado de aplicación de este apoyo financiero. A éstas se suman otras fórmulas financieras menos tradicionales, según veremos.

Estas medidas, no obstante, encuentran evidentes y serias limitaciones que exigen de la implicación de la misma empresa por medio del reforzamiento de las aportaciones de los propios socios y de las dotaciones de reservas; una doble actuación condicionada a la mejora de la gestión empresarial que proporcione mayor rentabilidad con la que atender la supervivencia y el crecimiento de la firma anhelado por los primeros y la mayor generación de las segundas -esto último en empresas muy propensas a la retención de beneficios como las extremeñas-; incluso esta mejora de rentabilidad permitiría una mayor generación de cash flow asociado al proyecto de inversión, por el lado de los beneficios, otro punto débil para el prestamista. En suma, esta actitud de la empresa no sólo favorecería el acceso al préstamo a largo plazo sino que atajaría la dependencia del mismo.

En este contexto de fortalecimiento del patrimonio de la empresa cabe mencionar las ventajas del recurso al préstamo participativo, la escasa utilización del mismo en esta comunidad -con contadas excepciones, tales como Sodiex, no muy prolija aún así en ellos- y, en consecuencia, la necesidad de su promoción y concesión.

Esta fórmula crediticia, privilegiada por su largo plazo (hasta de diez años) y carencia, así como por su tipo de interés variable condicionado a la evolución de la empresa, aporta dos importantes beneficios a la empresa prestataria: refuerza sus fondos propios al tener la consideración de tales a los efectos de la legislación mercantil, efecto necesario en sí mismo, al tiempo que, consecuencia de lo anterior, permite incrementar la solvencia de la empresa y, con ello, su capacidad de endeudamiento -especialmente a largo plazo, el más deficiente-.

Estas bondades lo convierten en especialmente ideales para las empresas que nacen o incluso que inician su expansión -circunstancias claves en el desarrollo empresarial extremeño- dada (a) la debilidad del beneficio de tales

etapas y el consiguiente alivio financiero que representa entonces una menor carga financiera -intereses relativamente reducidos de estos préstamos en tales circunstancias- y la necesidad de retener la mayor parte de los mismos en esos momentos, así como (b) la posibilidad de apalancar esa constitución o expansión de la empresa debido a esas mayores facilidades prestamistas por su mayor solvencia. La utilidad de estos préstamos en situaciones de precariedad coyuntural de empresas viables complementa sus virtudes.

El respeto del préstamo participativo a los ciclos económicos de la empresa puede convertirlo en fórmula relativamente cara una vez consolidada la firma, permitiendo la legislación la cancelación anticipada de este préstamo a fin de reconvertir su pasivo a condición de que esta amortización se compense con una ampliación de sus fondos propios de igual cuantía –que no provenga de la actualización de activos- y abone la cláusula de penalización por cancelación anticipada que, en su caso, pueda haber concertado con la entidad prestataria, algo usual consciente ésta de dicha realidad.

Las ventajas comentadas de este instrumento, aplicable a todo sector y tipo de empresa, aconsejan cuando menos estudiar un replanteamiento de la política pública de subvenciones, en particular de la subsidiación de intereses, a fin de introducir y extender, en la medida considerada conveniente, esta fórmula financiera. Las sociedades de capital riesgo de igual modo podrían asignar más proporción de sus fondos prestados por esta vía, indudablemente más reconfortante para la empresa.

Por último, añadir que los responsables financieros de ciertas empresas extremeñas que, por su dimensión y madurez, comienzan a repuntar como medianas consolidadas o próximas a ello, podrían recurrir a la cobertura del riesgo de tipo de interés que les proporcionan instrumentos como los FRA, forwards, caps, floors, collars, opciones y futuros sobre tipos de interés dado el fuerte endeudamiento padecido y el tipo de interés variable de buena parte del mismo. Esta alternativa ahonda en la necesidad de contar con directores financieros formados a fin de explorar las nuevas fórmulas financieras ofrecidas por el mercado¹⁸.

¹⁸ La actividad del sistema financiero extremeño en relación con el empresariado regional se documenta en la serie de cuadros que adjuntamos.

B) Participación en fondos propios. De los dos mecanismos de participación en capital ajena a los propietarios naturales, aportación al capital y subvenciones directas a fondo perdido financiadas o/y gestionadas por el gobierno autónomo, destaca sobremanera el segundo; tal así que, financiando entre el 20% y 30% de la inversión en inmovilizado destinataria, su cuantía anual alcanza alrededor del 3,5% del activo fijo medio anual del conjunto de empresas extremeñas y por encima del 7% del capital social del mismo. Si le incorporamos los fondos aportados al capital por las dos sociedades de capital-riesgo públicas (Sofix y Sodiex), esta aportación anual total se alza aproximadamente al 12% del capital social del agregado empresarial.

Estamos ante una fuerte presencia pública en fondos propios -buena parte de la cual es de carácter no reintegrable- en valores absolutos y peso en el capital del total de empresas y de cada una de las beneficiarias; una presencia en la que, salvo en los fondos FEOGA, parece advertirse una ligera recesión pendiente de confirmar en años posteriores.

De este volumen inversor, el correspondiente a las dos sociedades de capital riesgo -que representa entre el 4% y el 6% de capital del total de empresas extremeñas- se destina en buena medida al capital arranque -en el que incluimos el capital semilla- en ausencia de un capital riesgo privado que, aunque gozara de importancia en esta comunidad, como no es el caso, destinaría su inversión básicamente al capital desarrollo al igual que en el resto del país por las menores asimetrías informativas e incertidumbre sobre la evolución futura de las empresas receptoras; con ello, estas sociedades autonómicas continúan fieles a la concepción originaria del capital riesgo y no tanto al más propiamente llamado *capital inversión* de las sociedades de capital riesgo estrictamente privadas.

No obstante, el cierto grado de desarrollo alcanzado por parte del tejido empresarial extremeño en los últimos años medido en tamaño de la empresa y posición de mercado, preciso ya de importante volumen de recursos con los que financiar nuevas estrategias de crecimiento -nuevos productos, mercados o plantas-, en unión de la complejidad que manifiestan los actuales mercados reales y financieros, aconsejarían cuando menos el planteamiento de una reorientación del capital riesgo público, sin abdicar de su vocación originaria de capital arranque, esto a imagen de otras comunidades autónomas tal es el caso de Aragón. Sin abandonar el apoyo a todos los sectores, esta reorientación

pasaría igualmente por promocionar en mayor medida los sectores más dinámicos y con mayor potencial competitivo con el resto del país y la Unión Europea, entre los que cabría mencionar el sector TIC (tecnología informática y de comunicaciones) por superar barreras estructurales responsables del secular déficit económico de esta comunidad. Este objetivo se podría alcanzar por varias vías.

Así, puede convenir una composición del accionariado con importante, o incluso mayoritaria, presencia privada -precisamente el capital desarrollo constituye el foco de actuación del actual capital riesgo privado- además de una gestión realizada por sociedades gestoras directamente autorizadas por la CNMV. Esto supondría la aplicación de criterios de selección en buena parte estrictamente económicos, mas sin olvidar el espíritu de promoción empresarial -ni la evidente necesidad de capital arranque preciso para ello, máxime en tiempos de sesgo del capital riesgo privado hacia el capital desarrollado- la presencia pública en el capital. Se adquiriría así, en definitiva, una mayor profesionalización y actualización de esta ayuda pública con todo lo que esto comporta incluso en la búsqueda de nuevas formas financieras de cooperación con la empresa. Esta simbiosis de capital riesgo público y privado resultaría compleja en sus inicios al tiempo que necesaria en su consecución. La nueva Ley 25/2005, reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras, se alía en la búsqueda de la flexibilización y operatividad de esta fórmula financiera para la empresa.

En el caso particular de Sodiex, el respaldo financiero para el cumplimiento de estos objetivos podría proceder -personalizarse en la intervención directa del grupo Sepides -al que pertenece esta sociedad de capital riesgo-, integrado en el grupo Sepi, por su mayor entidad. En buena medida, se trataría de lanzar definitivamente ciertas empresas en las que ya participa y que han alcanzado ese estadio de madurez previo a su expansión; esto nunca descartando actuaciones de este calibre en empresas de nueva participación.

Por lo que atañe a las subvenciones en capital no reintegrables, el desconocimiento de la fase del ciclo de vida de sus empresas destinatarias, que presumimos diversa por la condición de esta ayuda, tan sólo nos permite conjeturar un reparto de las mismas entre creación y expansión de la empresa.

Teniendo en consideración la opinión sostenida por algunos autores de la mayor transparencia y eficacia de la subsidiación de intereses que de la subvención de capital, junto a la conveniencia de que la promoción empresarial pública no sólo se oriente a la creación de empresas, objetivo inexcusable

en una comunidad deficiente en tejido empresarial como ésta, sino, más allá del mismo, se involucre asimismo en una política de dotación a la empresa de mecanismos que le permitan gozar de la mayor autonomía posible a largo plazo como vía que garantice, no ya su supervivencia, sino su expansión, resultaría de sumo interés como estrategia de concesión de estas ayudas financieras definir con precisión el perfil de la empresa beneficiaria de estas subvenciones de capital (tamaño, sector, fase de su ciclo de vida, entre otras variables), la cuantía de la concesión atendiendo al mismo, la participación del volumen total de subvención concedida al conjunto de empresas extremeñas en relación con ciertos indicadores de este colectivo a fin de calibrar el impacto de estas ayudas, así como abordar un análisis comparado de esta forma de subvención frente a la de subsidiación de intereses y plantear otras fórmulas innovadoras de ayuda a la empresa -diferenciando las destinadas a su creación de las enfocadas a su crecimiento- siempre guiados por esa pretensión última de fortalecimiento propio de la empresa basado en su independencia a largo plazo. Si no se aplicara esta estrategia que guiara racionalmente el desarrollo empresarial, el sistema de ayuda pública correría el peligro de incidir en ineficiencias e ineficacias que lastrarían este tan anhelado progreso empresarial.

Por su parte, la participación privada en capital distinta de los socios originales practicada por las entidades de crédito y por el capital riesgo privado no autonómico apenas sí es relevante por su magnitud y significación, con la salvedad de las pequeñas participaciones de las primeras -mayores por parte de las dos cajas de ahorros regionales- en firmas de promoción empresarial. La Corporación Empresarial de Extremadura ofrece su capital riesgo a niveles similares a Sodiex.

A estas dos grandes vertientes de intervención del sistema financiero extremeño -prestamista y aportación en fondos propios- debemos sumar la alternativa de la empresa a fórmulas financieras novedosas, o no tanto, pendientes de exploración por el empresariado extremeño.

En este ámbito, y entre otros instrumentos innovadores, no resulta nada despreciable el recurso de la empresa a la titulización de activos como fuente que permite a las pymes que generan derechos de cobro de calidad aceptada por el mercado recortar su consumo de financiación propia, aumentar su liquidez -con la disponibilidad de fondos para invertir que supone-, al tiempo que le permite reducir los costes financieros dado que el tipo de interés ofrecido por la empresa se relaciona con el activo titulado, de posible mejor calidad que la empresa en su conjunto.

Las posibilidades de titulización se refuerzan para las pymes desde que a fines de 2005 entró en vigor la orden ministerial que amplía las posibilidades de titulización de activos desde los escasos supuestos de derechos de cobro anteriores -que estrangulaba esta financiación- a otros numerosos también, presentes y diversos derechos futuros, todos ellos frecuentes en determinadas actividades empresariales. Al menos las empresas dedicadas a dichas actividades y dotadas de una dimensión que podríamos situar en la gama media-alta del segmento de pymes, ya presentes en Extremadura, bien pudieran beneficiarse de esta posibilidad, reforzada aún más con la opción de inversión en valores no cotizados por parte de las instituciones de inversión colectiva.

La reciente aprobación (fines de 2005) del MAB (Mercado Alternativo Bursátil), el nuevo mercado bursátil orientado especialmente a las pymes que reforma el anterior y obsoleto Segundo Mercado, podría abrir nuevas vías de acceso a la financiación propia, a falta de comprobar la respuesta de los inversores bursátiles, que convendría indagar por parte de las empresas de este perfil pyme de dimensión pyme media-alta.

Ambas formas de desintermediación bancaria, liberadas de la deficiente regulación que las frenaba, se presentan como fuentes financieras para las pymes cercanas a los mercados de valores, menos caros y selectivos que la deuda bancaria, de la que tanta dependencia presenta la empresa extremeña. Las empresas dinámicas de esta dimensión pueden permitirse una cierta relajación en esta dependencia, especialmente en el préstamo a largo plazo, recurriendo a alternativas de esta naturaleza.

6. CONSIDERACIONES FINALES

A modo de breves reflexiones de cierre decir que, en primer lugar, las pymes extremeñas, al igual que las del resto del país, deberían plantear una estrategia financiera completa que, partiendo de considerar las debilidades financieras recogidas en este análisis como estructurales, intentara combatir la asimetría informativa como al menos una de los principales orígenes de su deficiente estructura financiera.

En segundo lugar, las políticas públicas -en especial del gobierno autónomo como financiador o/y gestor de las ayudas concedidas- no sólo deben encaminarse a la creación empresarial, siempre imprescindible en comunidades como la extremeña, sino fijarse horizontes a más largo plazo en el sentido

de dotar a la empresa de instrumentos que le permitan mejorar su estructura financiera gradualmente, una actuación ésta en buena parte garante de su supervivencia y expansión; caso de no lograrlo, estas políticas incurrirían en ineficiencias e ineficacias de mercado -agravadas por un aumento de la asimetría informativa- que poco beneficiarían el futuro empresarial de la región. En este sentido, aún permanece inexplorada la eficacia comparada de una política pública de subvenciones directas o no reintegrables con la de subvención de intereses de préstamo, una investigación, pues, aún pendiente de abordar.

En tercer y último lugar, el propio mercado ha ido creando una serie de activos, mercados e intermediarios financieros que pretenden neutralizar estas deficiencias financieras, en cierta medida pendientes de exploración y explotación por los responsables financieros de las empresas extremeñas.

En última instancia, con todo ello se garantizaría el efecto multiplicador de estas actuaciones en el sentido de que empresas privadas en expansión o ya consolidadas, con dimensiones atractivas y financieramente saneadas actúan de reclamo de nuevas inversiones empresariales nacionales o internacionales en esta comunidad autónoma.

ANEXO

I-Análisis de la comunidad autónoma de Extremadura (EX).

A fin de disipar las dudas en las dos variables siguientes, ofrecemos su definición:

$R_p = \text{Fondos propios} + \text{IADVE} + \text{Provisiones para riesgos y gastos.}$

$\text{Financiación permanente} = R_p - \text{Provisiones para riesgos y gastos a } c/p + \text{Acreedores a } l/p.$

II-Análisis comparado con CBA y RM-CB.

- (a) En CBA, el análisis vertical de la cuenta de resultados se calcula sobre la *Cifra de valor de la producción*; en RM-CB, sobre el *Importe neto de la cifra de negocios y otros ingresos de explotación* (Ingresos de explotación).

(b) Definición de variables.-

Los ratios se expresan en porcentaje

(b.1) CBA

Únicas diferencias con EX:

- Ratio de endeudamiento = Pasivo exigible con coste, medio / Pasivo con coste, medio

Por homogeneidad, escogemos para EX como Ratio de endeudamiento para este análisis comparativo: Pasivo exigible / Pasivo

- Calidad de la deuda = Pasivo circulante / Pasivo exigible

Tan sólo medida por este indicador. Por tanto, es que escogemos para medir la calidad de la deuda extremeña para este análisis comparativo.

- ROA = (Resultado Ordinario neto + Intereses por financiación recibida y gastos asimilados) / Activo neto medio

donde:

Resultado Ordinario neto = Resultado Ordinario tras amortizaciones y provisiones de explotación

Intereses por financiación recibida y gastos asimilados = Gastos financieros – Descuento sobre ventas por pronto pago

- ROE = Resultado Ordinario neto / Recursos propios medios

donde:

Recursos propios = Fondos propios – Accionistas por desembolsos exigidos – Accionistas por desembolsos no exigidos – Acciones propias a c/p y l/p

- K_i = Intereses por financiación recibida y gastos asimilados / Pasivo exigible con coste, medio

donde:

Pasivo exigible con coste, medio = Pasivo exigible a l/p con coste, medio + Pasivo exigible a c/p con coste, medio

(b.2) RM-CB

Únicas diferencias con EX:

- Ratio de endeudamiento = Pasivo exigible / Pasivo

Recordemos que por homogeneidad, escogemos para EX como Ratio de endeudamiento para este análisis comparativo: Pasivo exigible / Pasivo

- Calidad de la deuda = Pasivo circulante / Pasivo exigible

Tan sólo medida por este indicador. Por tanto, es que escogemos para medir la calidad de la deuda extremeña para este análisis comparativo.

BIBLIOGRAFÍA

Base de datos SABI

ABADÍE MUÑOZ, L. M. y CAMINOS ORTEMIN, I.: "La respuesta del sistema financiero a las necesidades de la empresa". *Perspectivas del Sistema Financiero*. Nº extraordinario: Financiación de las empresas en el País Vasco. 1993.

- *Análisis económico-financiero de las empresas de la provincia de Las Palmas (1992-1994)*. Universidad de Las Palmas de Gran Canaria y Central de Balances. 1997.

- *Análisis económico-financiero de la empresa catalana*. Departamento de Economía y Finanzas de la Generalitat de Cataluña. *Economía Industrial*. Marzo/abril. 1991.

- *Balance económico regional (Autonomías y Provincias)*. Años 1995 a 2002. Madrid: Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS). 2003.

BERISTAIN ETXABE, I., GARMENDIA IRÍBAR, A. y MARTÍNEZ DE ALEGRÍA PINEDO, P.: "El sistema crediticio vasco". *Papeles de Economía Española*. Suplementos sobre el Sistema Financiero. Nº extraordinario: El sistema financiero del País Vasco. 1992.

CARBÓ VALVERDE, S.: "Los mercados bancarios regionales: una especie a proteger". *Cuadernos de Información Económica*. Nº 173, marzo/abril. 2003.

CARBÓ VALVERDE, S.; LÓPEZ DE PASO, R. y RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, F.: "La actividad bancaria típica en España: una aproximación

provincial". *Cuadernos de Información Económica*. Nº 167, marzo/abril. 2002.

CAZORLA PAPIS, L. y CANO GUILLÉN, C. J.: *El Capital Riesgo como Instrumento de Apoyo a la Pyme*. Almería: Universidad de Almería e Iniciativas de Almería S.C.R. 2000.

- "El sistema financiero y las empresas". IKEI. Instituto Vasco de Estudios e Investigación. *Papeles de Economía Española*. Suplementos sobre el Sistema Financiero. Nº extraordinario: El sistema financiero del País Vasco. 1992.

FERNÁNDEZ ÁLVAREZ, J. C.; GARCÍA ERQUIGA, E. y FERNÁNDEZ-JARDÓN, C.M. (Directores): *Informe Económico-Financiero de la Empresa Gallega*. Consorcio de la Zona Franca de Vigo y Escuela de Negocios Caixavigo.

-GUERRA GUERRA, A.: *El Sistema Crediticio Extremeño. Descripción y Análisis*. Mérida: Junta de Extremadura. Consejería de Economía y Trabajo. 2004.

GUERRA GUERRA, A.: *Implicación del Sistema Financiero en la Empresa Extremeña*. Caja de Ahorros de Extremadura. 2006.

- *Inversiones en Extremadura, período 2000-2002*. Instituto de Crédito Oficial. Dirección General de Negocios.

IZQUIERDO, D.: *Evolución y perspectivas para el capital riesgo en Extremadura*. IIIº Seminario Universitario: Seguros y Finanzas. UEx (Cáceres). 2006

LÓPEZ DÍAZ, A. (Coord.). : *Análisis Económico y Financiero de las Empresas de Asturias por Sectores de Actividad (1993-1994)*. Principado de Asturias. Consejería de Economía. 1997.

MAROTO ACÍN, J. A.: "Posibilidades y limitaciones del análisis económico-financiero de las empresas españolas". *Papeles de Economía Española*. Nº 62. 1995.

MAROTO ACÍN, J.A. y MELLE HERNÁNDEZ, M.: "Los sistemas financieros y la financiación empresarial". *Papeles de Economía Española*. Nº 84-85. 2000.

MARTÍN PLIEGO, F. J. y PAREJO GAMIR, J. A.: *Sistema Financiero y Política Regional en España*. Vol. I y II. Madrid: Instituto de Estudios Fiscales. 1985.

- MELLE HERNÁNDEZ, M.: “Características diferenciales de la financiación entre las pyme y las grandes empresas españolas”. *Papeles de Economía Española*. Nº 89/90. 2001.
- MARTÍN RODRÍGUEZ, M.: “El sistema financiero y la financiación de la pyme”. *Papeles de Economía Española*. Nº 65. 1995.
- PADILLA, A.J. y REQUEJO, A.: “Crisis y reorganización empresarial en España: el papel de los bancos”. *Papeles de Economía Española*. Nº 84-85. 2000.
- POSADA, J.: *Sistema Financeiro Galego e Desenvolvemento Económico*. Santiago de Compostela: IDEGA. 1995.
- RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, F.: “De la banca *tradicional* a la banca *fundamental*: la importancia del crédito en la industria bancaria moderna”. *Cuadernos de Información Económica*. Nº 171, nov./dic., 2002.
- SÁEZ FERNÁNDEZ, F. J. y MARTÍN RODRÍGUEZ, M.: “Las participaciones empresariales de la banca y las cajas de ahorros españolas: 1992-1998”. *Papeles de Economía Española*. Nº 84-85. 2000.