

COMPARACIÓN DE LA SOLVENCIA Y LA RENTABILIDAD EMPRESARIAL DE ESPAÑA Y PORTUGAL DE ACUERDO CON EL PROYECTO BACH

Eva Aranda Llamas, Universidad de Málaga

Daniel Ruiz Palomo, Universidad de Málaga

Rocío Sánchez Toledano, Universidad de Málaga

RESUMEN

El presente trabajo consiste en el estudio económico-financiero comparativo de las empresas más representativas de España y Portugal mediante la utilización de la base de datos del proyecto BACH¹ para el periodo 1994-2004. Dicho proyecto proporciona un banco de datos de empresas no financieras, que, si bien presenta algunas limitaciones, denota una elevada homogeneidad, convirtiéndose así en una herramienta de indiscutible utilidad para la comparación internacional en el análisis de la información contable. Para acometer este análisis, nos centraremos en la aplicación de la serie de indicadores recogida en el anexo I, para finalizar con una comparación de los diferentes resultados y la exposición de conclusiones.

PALABRAS CLAVE: solvencia, rentabilidad, proyecto BACH

ABSTRACT

This paper provides an economic and financial comparative study of the most representative companies from Spain and Portugal using the BACH database for the period 1994-2004. BACH project supplies a stock of information about not-financial companies, which, though it presents some limitations, denotes a high homogeneity, turning this way into a tool of unquestionable usefulness for the international comparison into the analysis of accounting information. To undertake this analysis, we will focus on the application of some indicators, gathered in the 1st annexe, finishing with a comparison of the different results and conclusions exposure.

KEYWORDS: solvency, profitability, BACH-project

1. INTRODUCCIÓN

El presente trabajo consiste en el estudio comparativo de las empresas más representativas de España y Portugal, basándonos para ello en la aplicación de algunos indicadores económico-financieros sobre la información suministrada por la base de datos del proyecto BACH. Dicho proyecto proporciona, desde 1987, un banco de datos de empresas no financieras, que, si bien presenta algunas limitaciones, denota una elevada homogeneidad,

¹ Bank of Accounts of Companies Harmonised

convirtiéndose así en una herramienta de indiscutible utilidad para la comparación internacional en el análisis de la información contable. En este contexto, nuestro trabajo persigue varios objetivos. En primer lugar, se definen los principios metodológicos aplicados en el estudio, abordando así los fundamentos de solvencia y de rentabilidad empresarial que constituyen el marco conceptual del presente trabajo. En segundo lugar, se analizan las características y la representatividad de la información que se constituye como base de la investigación. Para ello se han elegido los ejercicios de 1994, 1999 y 2004, cuya representatividad, expresada en función del número de empresas y trabajadores, se recoge en la tabla 1. A continuación, se aplica la metodología expuesta en el marco conceptual a los datos existentes para, finalmente, presentar los resultados de la investigación y las principales conclusiones obtenidas en ella.

Tabla 1: representatividad de la muestra

	1994	1999	2004
Nº empresas			
- España	3.328	3.257	2.491
- Portugal	7.214	8.237	5.419
Nº empleados			
- España	644.980	602.238	467.794
- Portugal	393.590	395.400	393.747

Fuente: Base de datos BACH

2. MARCO CONCEPTUAL

2.1. EQUILIBRIO ECONÓMICO

Básicamente, la viabilidad de una empresa viene motivada por el cumplimiento, al menos, de dos equilibrios fundamentales: el económico y el financiero. Por su parte, el equilibrio económico viene determinado por la obtención de unas tasas de rentabilidad que aseguren la permanencia de los capitales invertidos en la empresa. De ahí que sea el análisis de esas tasas de rentabilidad y sus componentes las que se sitúan como centro de estudio del aspecto económico. En consecuencia, focalizaremos nuestra labor en el análisis de la tasa de rentabilidad financiera a partir de sus componentes principales: rentabilidad de la inversión, apalancamiento financiero y efecto fiscal, así como en el análisis dinámico de sus causas analíticas de variación. Todo ello se recoge en las ecuaciones [1] a [3].

$$RF = \frac{B}{RP} = RE \cdot AFm \cdot PFm = RE \left(\frac{B/BAI}{RP/AT} \right) \frac{BAI}{BAII} \quad [1]$$

$$RF = RE + AFa - PFa = RE + \left[(RE - i_d) \frac{RA}{RP} \right] - RE \frac{T/BAII}{RP/AT} \quad [2]$$

$$VRF = (VRE \cdot AFm_1 \cdot PFm_1) + (VAFm \cdot RE_0 \cdot PFm_1) + (VPFm \cdot RE_0 \cdot AFm_0) \quad [3]$$

Para el análisis de la rentabilidad de la inversión, o rentabilidad económica, nos centraremos en los dos factores que definen la misma, es decir, el margen de beneficios antes de intereses e impuestos sobre los ingresos y la rotación de la inversión. Asimismo, analizaremos el efecto cuantitativo que las posibles variaciones en estos dos

componentes acarrear sobre la variación de la rentabilidad económica, para discernir su importancia². Recogemos en las expresiones [4] y [5] los indicadores citados.

$$RE = \frac{BAII}{AT} = \frac{BAII}{V} \cdot \frac{V}{AT} = M \cdot R \quad [4]$$

$$VRE = (VM \cdot R_0) + (VR \cdot M_1) \quad [5]$$

Asimismo, abordamos el estudio del apalancamiento financiero desde dos perspectivas, multiplicativa y aditiva, por lo que, en la primera de ellas, nos centraremos en los dos factores que afectan al mismo: la distribución del Beneficio antes de Intereses entre sus dos componentes y en la composición de la estructura financiera de la empresa, estudiando el peso de los recursos propios sobre la financiación total (ratio de autonomía financiera), quedando determinado el peso de los recursos ajenos por defecto (ratio de dependencia financiera); el análisis del efecto fiscal sobre el apalancamiento multiplicativo completa el estudio del mismo, y viene derivado del peso del Beneficio antes de Intereses sobre el Beneficio antes de Intereses e Impuestos. El análisis aditivo del apalancamiento financiero completa tal batería, de modo que quedan relacionados el análisis económico y el financiero. Desde este punto de vista, se determina el excedente de rentabilidad obtenido por unidad monetaria financiada como diferencia entre la rentabilidad económica y el coste de los capitales ajenos, reajustada por el grado de endeudamiento respecto a los recursos propios. Todo ello se completa con el efecto fiscal sobre el apalancamiento financiero aditivo, definida como la tasa media fiscal sobre rentabilidad económica, dividida por el peso de los recursos propios en la financiación total.

2.2. EQUILIBRIO FINANCIERO

Por lo que respecta al equilibrio financiero, consideramos que la suficiencia de los recursos autogenerados para atender sus compromisos de pagos delimita, básicamente, la solvencia o insolvencia de la empresa [Fernández (1991)]. En consonancia con lo anterior, hemos elegido como indicadores principales una batería de ratios ad-hoc, que entre otros incluye aquellos que se desprenden del modelo económico-financiero de solvencia defendido en sus inicios por García Martín (1990) y García y Fernández (1992) principalmente. De este modo, como indicadores estáticos, destacan la cobertura de activos permanentes, la liquidez neta y la correlación esperada entre amortizaciones³; asimismo, se aplicará una variante de la ratio dinámica de solvencia propuesta en las obras citadas anteriormente. Estos autores defienden que, el modelo de predicción de solvencia utilizado⁴ localiza la inestabilidad financiera tanto en el balance, en su vertiente estática, como en los resultados, en su perspectiva dinámica.

Independientemente de las diferencias valorativas y terminológicas existentes entre unas normas internacionales⁵ y otras, cabe realizar una reclasificación de las magnitudes que conforman el balance en función de su carácter

² la justificación analítica del mismo puede encontrarse en un trabajo anterior de los mismos autores: Aranda et al. (2005)

³ Una justificación de estas ratios puede encontrarse, por ejemplo, en García y Ruiz (2006)

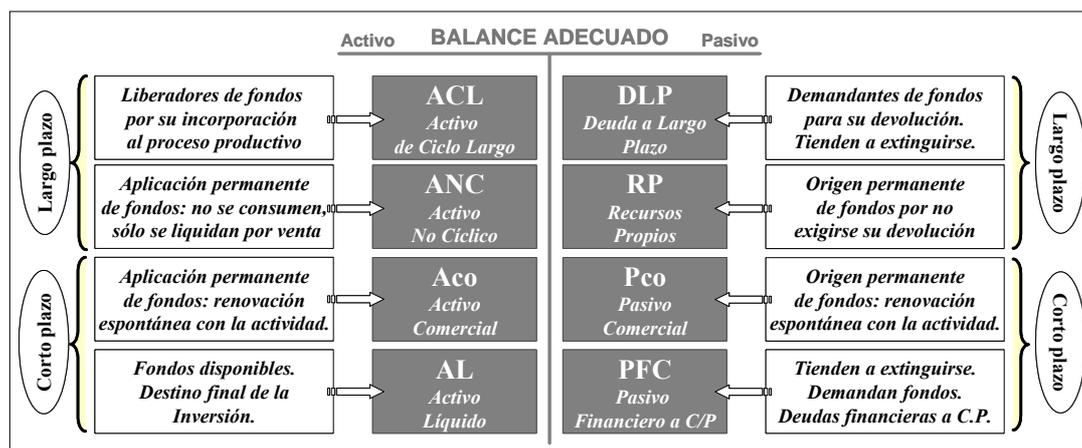
⁴ véase García Martín (1990)

⁵ puede consultarse la adaptación de este modelo a las NIIF en García et al. (2004 a y b), y su aplicación a diferentes países en Fernández (1992) y Aranda et al. (2002,2005).

permanente o no, esto es, en función de su comportamiento financiero, discriminándolas entre corto plazo y largo plazo. Dicho de otro modo, se hace necesaria la adecuación del balance, para agrupar activos y pasivos en masas patrimoniales con un comportamiento financiero homogéneo, lo que se representa en la ilustración 1.

En el activo a corto, además de los Activos Líquidos⁶, nos encontramos con otros que se derivan de la actividad corriente de la empresa -deudas comerciales y existencias-, que denominamos Activos Comerciales, que provocan inmovilizaciones permanentes de fondos, debido a la continuidad de la actividad de la empresa. Paralelamente, en el pasivo a corto discriminamos aquellas deudas que se derivan de la actividad ordinaria, como las mantenidas con proveedores, la seguridad social, etc., de las deudas financieras. Las primeras, que denominamos Pasivos Comerciales, tienen por idénticas razones a las apuntadas para los activos de igual naturaleza, carácter de origen financiero permanente, pues mientras haya actividad existirán estos pasivos. Las segundas, denominadas Pasivos Financieros a Corto, al no devenir espontáneamente del ciclo de la explotación, no tienen la consideración de origen financiero permanente, al ser demandantes de fondos excedentarios.

Ilustración 1: adecuación de activos y pasivos en el modelo económico-financiero de solvencia.



Fuente: García y Ruiz (2006), a partir de García (1990) y García y Fernández (1991)

En el largo plazo, nos encontramos, igualmente, con magnitudes contables -tanto activas como pasivas- que tienen carácter de inmovilización u origen financiero permanente y no permanente. Son activos no permanentes, esto es, liberadores de fondos, los sujetos a depreciación irreversible, cuya depreciación se incorpora al precio del producto y que, a través de los recursos procedentes de las operaciones, se convierten lentamente en activos líquidos. Dado que necesitan renovación a largo plazo, son denominados Activos de Ciclo Largo; son ejemplos de éstos maquinaria, instalaciones, vehículos, etc. En el lado del pasivo, la Deuda a Largo Plazo está sujeta a su reclasificación en Pasivo Financiero a Corto y posterior amortización, por lo que tampoco se considera un origen financiero permanente. Entre los activos permanentes, denominados Activos No Cíclicos, se incluyen todos aquellos que no necesitan renovación, por lo que no se amortizan, como los terrenos o el inmovilizado financiero, o cuyo ciclo de vida es muy dilatado, como los edificios. Por el lado del pasivo, identificamos los orígenes de fondos no exigibles como magnitudes permanentes de pasivo, denominándose Recursos Propios.

⁶ Tesorería y aquellos de fácil realización y escaso riesgo financiero (García y Fernández, 1992)

Dos son los focos que denotan una situación patrimonial estable o inestable: la financiación de activos permanentes con pasivos permanentes, y la correlación entre la disposición de activos líquidos y el vencimiento de los pasivos financieros. Para definir una situación patrimonial estable, no generadora de dificultades financieras, la financiación permanente debe cubrir suficientemente la inversión permanente. Si denominamos a la diferencia entre activo comercial y pasivo comercial Necesidades de Financiación de la actividad comercial, o Necesidades de capital circulante, éstas podrán ser positivas -si el primero es mayor que el segundo- o negativas en caso contrario. La diferencia positiva debe ser financiada por capital circulante, de forma que éste siempre sea superior a aquéllas⁷, lo que provoca que el activo líquido sea superior al importe del pasivo financiero a corto. Cuando las necesidades de financiación son negativas, la situación es satisfactoria si son inferiores al capital circulante, incluso si éste también es negativo.

Parecidos razonamientos caben hacer en la estructura del balance a largo plazo: debe correlacionarse el inmovilizado no cíclico con lo que resta de los recursos propios no destinados a configurar el fondo de maniobra, de modo que obtenemos las necesidades de recursos propios como la suma de las necesidades de capital circulante más el activo no cíclico. No obstante, el equilibrio entre activos permanentes y financiación permanente no nos asegura la inexistencia de desequilibrios financieros que pudieran poner en peligro la solvencia de la empresa; si bien es condición necesaria para ello, no es suficiente. Este equilibrio dependerá, complementariamente, del plazo de vencimiento de la deuda financiera y el momento de disposición de activos líquidos. Así, si la deuda a largo plazo sólo financia, como máximo, el importe de los activos de ciclo largo, es previsible que, suponiendo plazos de amortización similares, los fondos que liberan los correspondientes inmovilizados cíclicos, merced al proceso de amortización técnica, serán suficientes para atender el pago de la amortización financiera de aquélla.

Sobre la base de lo anterior, se deducen 3 indicadores estáticos básicos:

- Cobertura de activos permanentes: esta ratio tomará valores negativos si los recursos propios son incapaces de financiar ni tan siquiera la actividad comercial; valores entre 0 y 1 si los recursos propios pueden financiar completamente la actividad comercial, pero no pueden financiar simultáneamente los activos no cíclicos; y valores mayores que la unidad, cuando los pasivos no demandantes de fondos financien en su totalidad a los activos no liberadores de fondos.

$$CAP = \frac{(RP - NF)}{ANC} \geq 1 \quad \text{siendo } NF = Aco - Pco \quad [6]$$

- Liquidez neta: esta ratio tomará valores entre 0 y 1 si los activos líquidos disponibles a fecha de balance no son suficientes para atender la devolución del endeudamiento financiero a corto, por lo que la empresa ha de generar fondos excedentarios suficientes para ello antes del vencimiento de la misma al objeto de evitar una posible situación de insolvencia; y tomará valores superiores a la unidad en caso contrario.

⁷ Se han conceptualizado las causas de variación de activos y pasivos comerciales en García Martín (1987) y García et al. (2001, 2002); en esencia, el carácter positivo o negativo de las Necesidades de Financiación viene condicionado por el tamaño de los periodos medios de maduración del activo comercial y de pago del pasivo comercial, de forma que si el primero es mayor que el segundo, éstas serán positivas -la actividad comercial necesita ser financiada-, y en caso contrario serán negativas -la actividad comercial, en lugar de necesitar financiación, la aporta de manera espontánea y sin coste explícito -

$$LN = \frac{AL}{PFC} \geq 1 \quad [7]$$

- Correlación esperada entre amortizaciones: esta ratio tomará valores entre 0 y 1 cuando los activos de ciclo largo son inferiores a la deuda a largo plazo, por lo que, ante plazos de amortización similares, los fondos liberados mediante la amortización técnica de aquéllos serán, presumiblemente, insuficientes para atender la amortización financiera de ésta; y mayores que la unidad en caso contrario, esperándose, bajo idénticas hipótesis, existencia de correlación entre amortizaciones.

$$CEA = \frac{ACL}{DLP} \geq 1 \quad [8]$$

Si se cumplen los valores deseados en dichos indicadores, puede concluirse que el balance presenta una deseable estabilidad financiera. Sin embargo, la existencia de desequilibrios financieros no necesariamente implica que las empresas afronten problemas financieros inmediatos, ya que éstos dependen de la capacidad de generación de fondos. Así, desde nuestro punto de vista, conviven, y a veces se confunden, dos conceptos de solvencia: solvencia técnica y solvencia efectiva. Entendemos por solvencia técnica la capacidad que tiene una empresa de generar fondos con su actividad ordinaria en cuantía suficiente para atender, al menos, sus exigencias financieras inmediatas, previamente comprometidas. Los únicos recursos generados de manera ordinaria son, a nuestro juicio, los Recursos Generados por las Operaciones (RG), y las exigencias financieras comprometidas son: la amortización de su endeudamiento financiero (αf) del periodo, la exigencias que se derivan del circulante, concretadas en la variación que experimenta sus Necesidades de Financiación de la actividad comercial (NF), y, en su caso, el dividendo activo (D) con el que debe retribuirse a los accionistas. Tal relación es objeto de estudio en la denominada tasa de solvencia dinámica (SD).

$$SD = \frac{RG - VNF}{\alpha f + D} \geq 1 \quad [9]$$

Desafortunadamente, no siempre es posible la aplicación de este indicador, por lo que debe ajustarse para, al menos, aproximar la solvencia técnica. Junto a las tres primeras, se han aplicado en el presente estudio otras ratios que facilitan la comprensión de la dinámica generadora de fondos y la capacidad de devolución del endeudamiento, bajo condiciones cada vez más restrictivas. Así, el primero de ellos, denota la capacidad de atender el pasivo financiero a corto esperada para el ejercicio siguiente bajo dos hipótesis: constancia en la capacidad de generación de recursos y reconocimiento en balance de todos los pasivos financieros que han de ser pagados durante el mismo. El segundo de ellos, analiza si los recursos generados son suficientes para atender la amortización financiera próxima en su vencimiento, de modo que, de conseguirse, no es necesario aplicar el stock existente de activos líquidos para ello. El tercero, es una adaptación del indicador SD del modelo enunciado, y considera que los recursos generados deben atender, además, el pago de dividendos. Se ha eliminado del mismo la variación de las necesidades de financiación por no estar tal información disponible.

$$\frac{RG + AL_0}{PFC} > 1 \quad [10]$$

$$\frac{RG}{PFC} > 1 \quad [11]$$

$$\frac{RG}{PFC + D} > 1 \quad [12]$$

Por otra parte, también se han utilizado una serie de indicadores del plazo necesario para atender el endeudamiento financiero, medido en número de años, tanto para la deuda a largo plazo, para todo el endeudamiento financiero, como para el endeudamiento financiero a corto bajo las hipótesis antes enunciadas.

$$\text{Plazo deuda Largo} = \frac{DLP}{RP} \quad [13]$$

$$\text{Plazo deuda} = \frac{DLP - LN}{RG} \quad [14]$$

$$\text{Plazo deuda financiera a corto (1)} = \frac{PFC}{RG + AL} \quad [15]$$

$$\text{Plazo deuda financiera a corto (1)} = \frac{PFC}{RG} \quad [16]$$

3. BASE DE DATOS. CONTENIDO DEL PROYECTO BACH

Desde la creación del Bank of Accounts of Companies Harmonised Project (en adelante proyecto BACH o, simplemente, BACH) en 1971, en este proyecto se recogen datos de distintos países a nivel internacional, la mayoría de ellos europeos, siendo una base estadística armonizada de las cuentas anuales de las empresas no financieras para once países: nueve europeos, Japón y Estados Unidos de América, para veintitrés sectores de actividad, o bien en los denominados MIG-5 (most important grouping)⁸. A partir de esta información, hemos agregado la información relativa a los dos países analizados y hemos reajustado la base de cálculo, pues la información de balance se expresa en porcentaje del activo total, y la de pérdidas y ganancias en porcentaje de la cifra de negocio, de modo que ha sido necesario ponderar la relación Activo total / Cifra de negocio.

Las cuentas se armonizan a través de una disposición común para los balances, cuentas de pérdidas y ganancias y memoria de los distintos estados, y las empresas se agrupan por tamaño en pequeña, mediana y gran empresa, realizándose todos los estudios que se efectúan en el seno del Segundo Grupo de Trabajo del Comité Europeo de Centrales de Balances, al que pertenecen, entre otros, los Bancos centrales de España y Portugal.

A pesar del indiscutible interés económico y social que atesora este proyecto, derivado de su principal ventaja -su elevada homogeneidad-, existen diversas consideraciones que limitan el alcance de las posibles conclusiones, y que apuntamos a continuación:

- Los sesgos derivados de la diferente composición de las encuestas y su representatividad.
- La imposibilidad de obtener medidas de dispersión de los valores medios, debido a la inexistencia de datos individuales, lo que nos impide profundizar en las conclusiones del estudio.
- Las diferencias de las propias exigencias contables de cada país.
- Las diferencias existentes en materia de legislación fiscal.

Conscientes de ello, abordamos seguidamente el estudio y análisis de una información que, pese a los condicionantes y limitaciones sugeridos mantiene, desde nuestro punto de vista, un gran interés en el ámbito de la comparación internacional.

⁸ energía, comercio, perecederos, bienes de equipo, y consumibles no perecederos

4. ANÁLISIS EMPÍRICO. ESTUDIO COMPARATIVO

4.1. EQUILIBRIO ECONÓMICO

En este epígrafe se aplicarán los criterios de medición de la viabilidad empresarial esbozados en el marco conceptual a los países objeto de estudio, para los años 1994, 1999 y 2004. Para ello, en las tablas 2 y 3 se reflejan respectivamente el valor de las magnitudes utilizadas y los indicadores expresivos de la situación de equilibrio económico de ambos países; asimismo, en la tabla 4 se representa la evolución que han experimentado dichas ratios para su estudio y su efecto sobre las rentabilidades económica y financiera.

Tabla 2: magnitudes económicas para España y Portugal en 1994, 1999 y 2004 (porcentajes sobre activo total)

		1994		1999		2004	
		ESP	PORT	ESP	PORT	ESP	PORT
V	Importe de las ventas	73,46	99,83	72,45	85,17	78,75	78,24
I	Intereses	3,99	5,19	1,63	2,54	1,48	1,84
T	Impuestos	1,00	1,48	1,69	1,93	1,27	1,29
B	Beneficio Neto	1,82	1,07	3,91	3,43	3,53	4,28
BAI	Beneficio antes de Intereses	5,82	6,26	5,55	5,97	5,01	6,12
BAII	Beneficio antes de Intereses e Imptos.	6,82	7,74	7,24	7,90	6,28	7,41
RG	Recursos Generados (aproximación)	10,08	7,11	11,11	10,92	11,66	11,99
AT	Activo	100	100	100	100	100	100
RP	Recursos Propios	37,78	45,48	43,45	50,44	42,40	49,32
RA	Recursos Ajenos	62,22	54,52	56,55	49,56	57,60	50,68

FUENTE: BACH y elaboración propia.

Tabla 3: equilibrio económico para España y Portugal en 1994, 1999 y 2004 (porcentajes)

		1994		1999		2004	
		ESP	PORT	ESP	PORT	ESP	PORT
RF = B / RP	Rentabilidad Financiera	4,83	2,35	9,01	6,80	8,32	8,68
RE = M x R	- Rentabilidad Inversión	6,82	7,74	7,24	7,90	6,28	7,41
M = BAII / V	- Margen	9,28	7,75	9,99	9,28	7,97	9,48
R = V / A	- Rotación	73,46	99,83	72,45	85,17	78,75	78,24
AF(m) · PF(m)	- Apalancamiento con presión fiscal	70,87	30,36	124,46	86,02	132,53	117,07
AF (m)	- Apalancamiento Financiero m.ult.	83,06	37,53	162,34	113,88	166,12	141,74
B / BAI	- Peso del beneficio en el BAI	31,38	17,07	70,54	57,44	70,44	69,91
RP / AT	- Peso de los recursos propios	37,78	45,48	43,45	50,44	42,40	49,32
PF(m) = (1 - t)	- Corrector por la Presión fiscal en RF	85,33	80,91	76,67	75,54	79,78	82,59
t = T / BAII	- tasa media fiscal	14,67	19,09	23,33	24,46	20,22	17,41
AF(a) - PF(a)	- Apalancamiento con presión fiscal	-1,99	-5,39	1,77	-1,10	2,04	1,27
AF(a)	- Apalancamiento Financiero aditivo	0,66	-2,14	5,66	2,73	5,04	3,88
RE - i _d	- Excedente medio de la deuda	0,40	-1,79	4,35	2,78	3,71	3,78
i _d = GF / RA	- Coste medio de la deuda	6,41	9,53	2,89	5,13	2,57	3,64
RA / RP	- Grado de endeudamiento	164,72	119,87	130,12	98,25	135,83	102,75
(RE-t)/(RP/AT)	- Presión fiscal sobre RF	2,65	3,25	3,89	3,83	2,99	2,62

FUENTE: elaboración propia.

Puede observarse cómo la rentabilidad financiera de la empresa española casi se dobla (con un aumento de 4,2 puntos porcentuales) entre 1994 y 1999, disminuyendo ligeramente entre 1999 y 2004 (descenso de 0,7 puntos). Por su parte, la empresa portuguesa sigue un comportamiento similar en el primer quinquenio (aumenta en 4,5 puntos) analizado, pero mantiene su crecimiento en el segundo, aunque a niveles más modestos (1,8 puntos).

Tabla 4: evolución del equilibrio económico en los quinquenios 1994-1999 y 1999-2004 (puntos porcentuales)

		1994-1999		1999-2004	
		ESP	PORT	ESP	PORT
VRF	Variación Rentabilidad Financiera	4,18	4,45	-0,69	1,88
VRF _{re} = VRE _{AF₁EF₁}	- Var. RF por Rentabilidad Económica	0,52	0,14	-1,27	-0,57
VRF _{af} = VAF _{RE₀EF₁}	- Var. RF por Apalancamiento	4,14	4,46	0,22	1,82
VRF _{ef} = VEF _{RE₀AF₀}	- Var. RF por efecto fiscal	-0,49	-0,16	0,37	0,64
VRE	Variación Rentabilidad Económica	0,42	0,16	-0,96	-0,49
VRE _m = VM _{R₀}	- Var. RE a consecuencia del margen	0,52	1,52	-1,46	0,17
VRE _r = VR _{M₀}	- Var. RE a consecuencia de la rotación	-0,10	-1,36	0,50	-0,63

FUENTE: elaboración propia.

Para el caso español, en el primero de los subperiodos estudiados, el citado aumento se debe, básicamente, al comportamiento expansivo del apalancamiento financiero, derivado de la caída de los tipos de interés. Así, el coste medio del endeudamiento disminuye en casi cuatro puntos, lo que provoca un aumento formidable del peso del beneficio neto en el BAI, y por tanto un cambio de sentido en dicho apalancamiento, pasando de tener comportamiento contractivo a expansivo, a pesar del aumento detectado en la presión fiscal. Sin embargo, esta disminución de los tipos de interés no se ve reflejada en un aumento del grado de endeudamiento, ya que esta ratio disminuye, aumentando el peso de los recursos propios sobre el total de la financiación (del 38% al 43%).

Por su parte, la rentabilidad económica contribuye en este subperiodo al crecimiento de la rentabilidad financiera en menor medida, pues aumenta ligeramente (0,4 puntos), debido al crecimiento de los márgenes empresariales, que compensan la disminución de las rotaciones de activos.

Similares conclusiones pueden establecerse para la empresa portuguesa, aunque en menor grado: el ligero aumento de la rentabilidad económica (0,2 puntos), derivada del crecimiento de los márgenes, junto al fuerte crecimiento experimentado por el apalancamiento financiero a consecuencia de la bajada de los tipos de interés, compensa sobradamente el efecto negativo producido por el incremento de la presión fiscal.

En el segundo quinquenio, la rentabilidad financiera española experimenta una ligera disminución (0,7 puntos), debido básicamente a la pérdida de competitividad derivada de la caída en un punto en la rentabilidad económica, que desciende a niveles algo inferiores que los de 1994. Las causas de tal descenso se encuentran en la disminución de los márgenes empresariales, que anula completamente el efecto producido por el aumento de las rotaciones de activos. A su vez, la merma de rentabilidad elimina los efectos positivos de la caída de la presión fiscal y del coste medio de la financiación ajena. Por su parte, la empresa portuguesa en este subperiodo experimenta una cierta desaceleración en el crecimiento de la rentabilidad financiera, debido fundamentalmente a la pérdida de competitividad experimentada (la rentabilidad económica desciende 0,5 puntos). El comportamiento expansivo del apalancamiento financiero, originado por la continuidad en el descenso de los tipos de interés, evita el descenso de rentabilidad para el accionista. De nuevo observamos que tal comportamiento de los intereses no se refleja en un aumento significativo del grado de endeudamiento.

Comparativamente, en 1994 la empresa española era capaz de generar más rentabilidad financiera que la portuguesa a pesar de obtener menos rentabilidad a su inversión, merced fundamentalmente al menor coste de la deuda y a una menor presión fiscal relativa en España que en Portugal; sin embargo, la situación se invierte en 2004, ya que la empresa portuguesa mantiene su situación de privilegio en la obtención de rentabilidad de la

inversión respecto a la española, y reduce notablemente su coste financiero y su presión fiscal relativa, esta última incluso llega a situarse por debajo de la española.

4.2. Equilibrio financiero.

Tabla 5: balances adecuados para 1994, 1999 y 2004

(porcentajes sobre activo total)		ESPAÑA			PORTUGAL		
		1994	1999	2004	1994	1999	2004
Activos No cíclicos	ANC	22,07	31,62	33,07	24,07	24,67	26,50
Activos de Ciclo Largo	ACL	45,03	34,48	31,25	27,74	33,63	30,48
Activos Comerciales	ACO	30,64	31,70	33,16	44,11	36,40	38,14
Activos Líquidos	AL	2,26	2,20	2,52	4,08	5,30	4,88
Recursos Propios	RP	37,78	43,45	42,40	45,48	50,44	49,32
Deudas a Largo Plazo	DLP	30,36	27,67	25,74	18,78	18,55	20,86
Pasivos comerciales	PCO	20,04	19,34	20,23	21,98	18,60	17,69
Pasivos Financieros a corto	PFC	11,81	9,53	11,63	13,76	12,42	12,13

FUENTE: elaboración propia.

Para abordar el análisis de la estabilidad financiera de las empresas españolas y portuguesas, se muestran en las tablas 5 y 6, respectivamente, los balances medios adecuados y los indicadores financieros utilizados para la medición del equilibrio económico.

Tabla 6: equilibrio financiero para 1994, 1999 y 2004

porcentajes, excepto (*): años		ESPAÑA			PORTUGAL		
		1994	1999	2004	1994	1999	2004
Cobertura de Activos Permanentes	CAP	86,46	101,20	108,50	101,58	84,20	95,19
Correlación Esperada Amortizaciones	CEA	148,31	124,60	121,40	147,74	181,34	146,15
Liquidez Neta	LN	19,12	23,12	21,65	29,62	42,69	40,22
Capacidad de devolución del PFC (1)	(RG+AL)/PFC	104,42	139,73	121,90	81,27	130,66	139,04
Capacidad de devolución del PFC (2)	RG / PFC	85,29	116,60	100,25	51,65	87,97	98,82
Indicador de solvencia técnica	RG / (PFC+D)	68,76	87,41	74,52	48,09	76,46	84,80
Plazo devolución DLP*	DLP / RG	3,01	2,49	2,21	2,64	1,70	1,74
Plazo devolución de la deuda*	(DLP-LN)/RG	3,96	3,15	2,99	4,00	2,35	2,34
Plazo devolución PFC* (1)	PFC/(RG+AL)	0,96	0,72	0,82	1,23	0,77	0,72
Plazo devolución PFC* (2)	PFC / RG	1,17	0,86	1,00	1,94	1,14	1,01

FUENTE: elaboración propia.

Desde un punto de vista estático, no se prevén tensiones financieras a largo plazo ni en la empresa española ni en la portuguesa, pues en ambos casos la correlación esperada entre amortizaciones es mayor que la unidad. Esto nos hace inferir que, suponiendo plazos de amortización similares, los activos amortizables serán capaces de liberar los fondos necesarios para la devolución de la deuda a largo plazo.

Asimismo, del análisis de la cobertura de activos permanentes se deduce que, en general, los activos permanentes están correctamente financiados tanto en la empresa española como en la portuguesa, pues, cuando éste es menor que la unidad, la desviación no es elevada. De este modo, la empresa española mejora su estabilidad financiera en el periodo estudiado, presentando valores mayores a la unidad en 1999 y 2004, mientras que la empresa portuguesa presenta la evolución contraria: parte de una situación financiera estable, pero ésta se deteriora en 1999 para casi restablecerse en 2004.

Sin embargo, la situación a corto plazo es otra: la liquidez neta está, para ambos países y en todo el periodo, muy alejada de la unidad, lo que nos hace observar que tanto la empresa española como la portuguesa presentan una cierta inestabilidad financiera, y dependen en exceso de su capacidad de generar recursos antes del plazo de vencimiento de los pasivos financieros, siendo más acuciada la situación de la empresa española.

Desde el punto de vista dinámico, abordamos el estudio de la capacidad de atender las exigencias financieras con los recursos generados de forma ordinaria. De este modo, de los indicadores de la capacidad de devolución del pasivo financiero a corto (1) y (2) se deduce que, empleando los activos líquidos acumulados y suponiendo una capacidad de generación de recursos futura similar a la actual y que todos los pasivos amortizables en el ejercicio siguiente están reflejados en balance, tanto las empresas españolas como portuguesas pueden considerarse solventes, aunque en 1994 estas últimas parecieron tener dificultades puntuales. Si se tienen en cuenta exclusivamente los recursos generados como origen de fondos para atender el pasivo financiero a corto plazo, sólo la empresa española es técnicamente solvente, y únicamente a partir de 1999. La empresa portuguesa, aunque no alcanza los valores deseados en este indicador, se acerca notablemente a los mismos al final del periodo considerado. Cuando se considera que los recursos generados deben atender el pago de dividendos además del pasivo financiero a corto⁹, el desequilibrio financiero de las empresas de ambos países es patente, pues el indicador siempre toma valores menores a la unidad.

Por otra parte, el plazo necesario para la devolución de la deuda, o plazo mínimo de amortización financiera, disminuye en ambos países a lo largo del periodo estudiado, resultando más patente para el caso portugués que para el español. Esto nos hace pensar que, en ambos casos, la inestabilidad financiera a corto detectada se debe a la excesiva aceleración en la amortización del endeudamiento financiero, pues podrían estar financiándose activos de ciclo largo con deuda financiera a corto, y, si bien aquéllos liberan fondos, a priori necesitan un plazo mayor al vencimiento ésta.

5. CONCLUSIONES

Del estudio del equilibrio económico puede concluirse que en 1999, a pesar de obtener menos rentabilidad a su inversión, la empresa española generaba más rentabilidad financiera que la portuguesa debido fundamentalmente a un coste de la deuda y una presión fiscal relativa notablemente menores en España que en Portugal. Esta situación se modifica en 2004, ya que la empresa portuguesa mantiene sus niveles de rentabilidad de la inversión por encima de la española, toda vez que reduce notoriamente su coste medio de la deuda y su presión fiscal relativa, favoreciendo todo ello el crecimiento de la rentabilidad financiera hasta situarse por encima de la obtenida por las empresas de España.

Del análisis de solvencia se observa que en ambos países los activos de ciclo largo son capaces de liberar los fondos suficientes para hacer frente a la devolución de la deuda a largo plazo, bajo las hipótesis consideradas por el modelo empleado, apreciándose del mismo modo que los activos permanentes están financiados correctamente, aunque se detecta que mientras para España esta ratio sufre una evolución positiva paulatina, en el caso de Portugal es a la inversa.

⁹ Este indicador es una adaptación de la ratio dinámica de solvencia propuesta por García Martín (1990) y García y Fernández (1992), en el seno del modelo económico-financiero de solvencia.

En el estudio de la solvencia a corto plazo, se constata que la liquidez neta permanece en niveles muy bajos para ambos países durante todo el periodo considerado, siendo mucho más marcada tal situación para el caso español, lo que conduce a una elevada dependencia de su capacidad futura para generar recursos antes del plazo de vencimiento de los pasivos financieros. Se desprenden conclusiones muy similares en el estudio dinámico de la solvencia, pues, aunque los indicadores utilizados evolucionen positivamente para las empresas de ambos países, no alcanzan, en general, los niveles deseados, denotando la incapacidad para hacer frente a los pagos comprometidos por amortización de pasivos financieros y remuneración de los capitales propios.

6. BIBLIOGRAFÍA

ARANDA, E., D. RUIZ y R. SÁNCHEZ (2005): “Comparación de la solvencia y la rentabilidad empresarial de países mediterráneos incluidos en el proyecto BACH”. V Jornada ASEPUC de Contabilidad Financiera, Madrid, octubre.

BACH (Bank of Accounts of Companies Harmonised). Consultada en http://ec.europa.eu/economy_finance/

FERNÁNDEZ GÁMEZ, M.A. (1992): “Viabilidad empresarial en el proyecto BACH. Análisis comparativo España-Portugal”, VI Jornadas Luso-Espanholas de Gestao Científica. I Volume. 10-12 Dezembro.

GARCÍA MARTÍN, V. (1987): “Análisis de la variación del Fondo de Maniobra”. *Revista Técnica*. Nº 14. Instituto de Censores Jurados de Cuentas.

————— (1990): “La solvencia empresarial: criterios básicos para su adecuada determinación”. *Actualidad Financiera*, Nº 13.

GARCIA MARTÍN, V.; FERNÁNDEZ GÁMEZ, M.A. (1992): *Solvencia y rentabilidad de la empresa española*. Instituto de Estudios Económicos. Madrid

GARCÍA MARTÍN, V., y A. CALLEJÓN (2000): “La falacia de los ratios financieros convencionales: una alternativa teórico-empírica”. En García Martín, V. y García Pérez de Lema, D. (coord.): *Decisiones Financieras y Fracaso Empresarial*. AECA, Madrid.

GARCÍA MARTÍN, V.; A. CALLEJÓN y D. RUIZ (2001): “Composición de la evolución de las necesidades de fondos en las grandes superficies”. X Encuentro de profesores universitarios de contabilidad. Santiago de Compostela

GARCÍA MARTÍN, V., A. CALLEJÓN, A.J. CISNEROS y D. RUIZ (2002): “Composición de los flujos de las necesidades de financiación en las empresas constructoras”. III Encontro Iberoamericano de Finanças e Sistemas de Informação. Setúbal (Portugal).

GARCÍA MARTÍN, V., A.J. CISNEROS y D. RUIZ (2004a): “Análisis de los componentes financieros en la IAS Nº 1”. IV Encontro Iberoamericano de Finanças e Sistemas de Informação, febrero.

————— (2004b): “Adecuación del balance propuesto en la IAS Nº 1 para el análisis económico-financiero de solvencia”. X Encuentro ASEPUC.

GARCÍA MARTÍN, V., y D. RUIZ (2006): “Causas contables de la insolvencia empresarial. Una contrastación empírica”. VI Jornadas sobre Predicción de la Insolvencia Empresarial, Carmona (Sevilla), noviembre

ANEXO. CONCEPTOS UTILIZADOS Y FÓRMULA DE CÁLCULO

	MAGNITUDES Y CONCEPTOS	NOTACIÓN
A	Beneficio antes de intereses e impuestos	BAlI
a.1	Gastos financieros (Intereses)	GF
a.2	Beneficio neto (después de intereses e impuestos)	B
a.3	Impuestos (sobre el beneficio)	T
B	Ingresos de explotación (Ventas)	V
C	Recursos Generados por las Operaciones	RG
D=E	Activo Total = Financiación total	AT
d.1	Recursos Propios	RP
d.2	Recursos Ajenos	RA
d.2.1	Deuda a Largo Plazo	DLP
d.2.2	Deuda a Corto Plazo	DCP
d.2.2.1	Pasivo Financiero a corto plazo	PFC
d.2.2.2	Pasivo comercial	PCO
e.1	Activos Líquidos	AL
e.2	Activos Comerciales	Aco
e.3	Activos de ciclo largo	ACL
e.4	Activos No Cíclicos	ANC
F	Necesidades de Financiación	NF
V	Variación (de cualquier magnitud anterior) (prefijo)	V
Z	Año de referencia (1994, 1999, 2004) (subíndice)	94, 99, 02

	INDICADORES UTILIZADOS	NOTACIÓN	FORMULACIÓN
1	Margen	M	BAlI/V
2	Rotación	R	V/AT
3	Rentabilidad Económica	RE	BAlI/AT
4	Peso del beneficio en el BAI	-	B/BAlI
5	Peso de los intereses en el BAI	-	GF/BAlI
6	Peso del BAlI en el BAlI (presión fiscal multiplicativa)	PF m	BAlI/BAlI = 1 - (T/BAlI)
7	Peso de los impuestos en BAlI (tasa media fiscal sobre el BAlI)	t	T/BAlI
8	Dependencia financiera (peso de la deuda)	-	RA/AT
9	Autonomía financiera (peso de los RP)	-	RP/AT
10	Apalancamiento Financiero Multiplicativo	AF (m)	(B/BAlI)/(RP/AT)
11	Rentabilidad Financiera	RF	B/RP
12	Plazo de devolución endeudamiento LP	-	DLP/RG
13	Capacidad devolución endeudamiento	-	(DLP-LN)/RG
14	Capacidad devolución endeudamiento CP (1)	-	(RG+AL)/PFC
15	Capacidad devolución endeudamiento CP (2)	-	RG/PFC
16	Liquidez Neta	LN	AL/PFC
17	Cobertura Activos Permanentes	CAP	(RP-NF)/ANC
18	Correlación esperada entre amortizaciones	CEA	ACL/DLP
19	Grado o coeficiente de Endeudamiento	-	RA/RP
20	Coste de los capitales ajenos	i _d	GF/RA
21	Presión fiscal en Apalancamiento Fro. aditivo	-	(RE·t)/(RP/AT)=T/RP
A1	Efecto V. Mg. sobre R.E.	VRE(m)	VM · R ₀
A2	Efecto V. Rot. sobre R.E.	VRE(r)	VR · M ₀ + VM · VR
A3	Efecto V. R.E. sobre R.F.	VRF(re)	VRE · AF ₁ · PF ₁
A4	Efecto V. A.F. sobre R.F.	VRF(af)	VAF · RE ₀ · PF ₁
A5	Efecto V. presión fiscal sobre R.F.	VRF(pf)	VPF · RE ₀ · AF ₀