
Las empresas industriales francesas y españolas (1991-1999)

Este artículo es un resumen de la publicación que, con el título «Estudio comparado de las empresas industriales francesas y españolas (1991-1999)» (1), ha sido elaborada conjuntamente por las Centrales de Balances del Banco de Francia y del Banco de España. La publicación recoge las colaboraciones de Concha Artola, Ana Esteban, Ignacio Hernando, Manuel Ortega, Annie Sauvé, Teresa Sastre, André Tiomo y Alain Tournier, que representan la opinión personal de los autores y no necesariamente los puntos de vista del Banco de Francia y del Banco de España.

1. INTRODUCCIÓN

La lenta pérdida de peso de las actividades industriales en beneficio de los servicios en las economías más avanzadas, a lo largo de los últimos decenios, no reduce la importancia de aquellas, dada la interrelación que se mantiene entre ambas, ni la alta significación del estudio de la actividad industrial, en el desenvolvimiento del ciclo económico. Adicionalmente, las actividades industriales han sido las que se han visto más afectadas por el proceso de apertura de las economías nacionales hacia el exterior y, con ello, las que se han enfrentado, en primer lugar, a los retos que la competencia y la globalización de los mercados imponen a las estructuras empresariales, en términos de costes, márgenes y precios, y, en definitiva, en términos de generación de empleo y competitividad. Estos cambios han sido de capital importancia en el ámbito geográfico europeo. Todo ello justifica sobradamente el interés del conocimiento detallado de la evolución de las empresas industriales europeas, tanto desde una perspectiva agregada y macroeconómica como desde una óptica microeconómica o empresarial. La realización de este tipo de análisis es factible a partir de la información individual sobre las empresas industriales recopilada por las centrales de balances europeas, en el marco establecido por el Comité Europeo de Centrales de Balances (CECB), desde su constitución en 1987. La experiencia previa, derivada de la creación y uso del proyecto BACH (2), puso de

(1) Paralelamente a la difusión de este artículo se edita en la Red (www.bde.es) la publicación referida en su versión inglesa («French and Spanish Industrial corporations over the period 1991-1999: a comparative study»). El capítulo IV de la publicación, titulado «Financial constraints and investment in France and Spain: a comparison using firm level data», ha sido también objeto de difusión independiente, como Documento de Trabajo nº 214. La versión española de la publicación será también difundida en la Red, una vez finalice su traducción.

(2) El proyecto BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonized) fue promovido por la Comisión Europea y en él participan las centrales de balances o servicios estadísticos homólogos de los países de la Unión Europea, Estados Unidos y Japón.

manifiesto los problemas de falta de homogeneidad en la información contable europea, alentando la realización de estudios comparados entre sus países miembros, con una base metodológica diferente de aquel (3). Los trabajos referidos pusieron de manifiesto la importancia de analizar, conjuntamente con las cuentas anuales de las sociedades no financieras, la información del escenario económico, relevante para explicar las diferencias encontradas entre países, y, singularmente, las variables de entorno (denominadas en los estudios referidos «factores institucionales»). Los resultados de los trabajos confirmaron la validez del enfoque de utilizar los datos existentes en las centrales de balances (incluso aunque estas no sean una muestra en términos estadísticos, como se verá más adelante) y la conveniencia de profundizar en el análisis del entorno por medio de estudios bilaterales entre países. Todo ello ha alentado a las Centrales de Balances del Banco de Francia y del Banco de España a analizar el agregado de empresas industriales de ambos países, en el período de 1991 a 1999 (4) mediante la utilización de las cuentas anuales individuales de las empresas y el estudio de las variables de entorno significativas.

El proceso de internacionalización al que se enfrentan las empresas no financieras viene enmarcado, en el caso de las empresas y economías europeas, por las ventajas derivadas de la existencia de una moneda única. Unas ventajas en cuyo reverso se encuentran importantes retos de disciplina y competitividad. En este contexto es pertinente el estudio comparado entre economías con fuertes lazos comerciales. En el caso de España y Francia, los resultados de este proyecto pueden resultar esclarecedores; la positiva imagen mostrada por los amplios diferenciales a favor de España en las tasas de aumento en la actividad productiva y del empleo podrían encerrar en sí mismos un aviso sobre su evolución futura. La

(3) Los documentos «Equity of European Industrial Corporations. CECB, 1997» y «Corporate Finance in Europe from 1986 to 1996. CECB, 2000» investigaron las diferencias en el nivel de capitalización de las empresas industriales alemanas, austriacas, francesas, españolas e italianas, y su relación con los activos en los que estas invierten.

(4) Ha sido preciso trabajar con un volumen de información muy detallado; por ello, si bien, por una parte, se facilitan datos antes no difundidos por otras vías, por otra, el estudio limita su referencia temporal hasta el año 1999, no integrando información de 2000 ni 2001; los datos de 2000 estaban en proceso de depuración en el período de realización del estudio, mientras que los datos correspondientes a 2001 no estarán disponibles hasta noviembre de 2002 (la gran mayoría de las empresas difunden sus cuentas anuales a partir de junio del año siguiente al que van referidas, una vez son aprobadas por la Junta de Accionistas). La ausencia de estos años en el estudio no afecta a los principales resultados obtenidos, dada la naturaleza del trabajo.

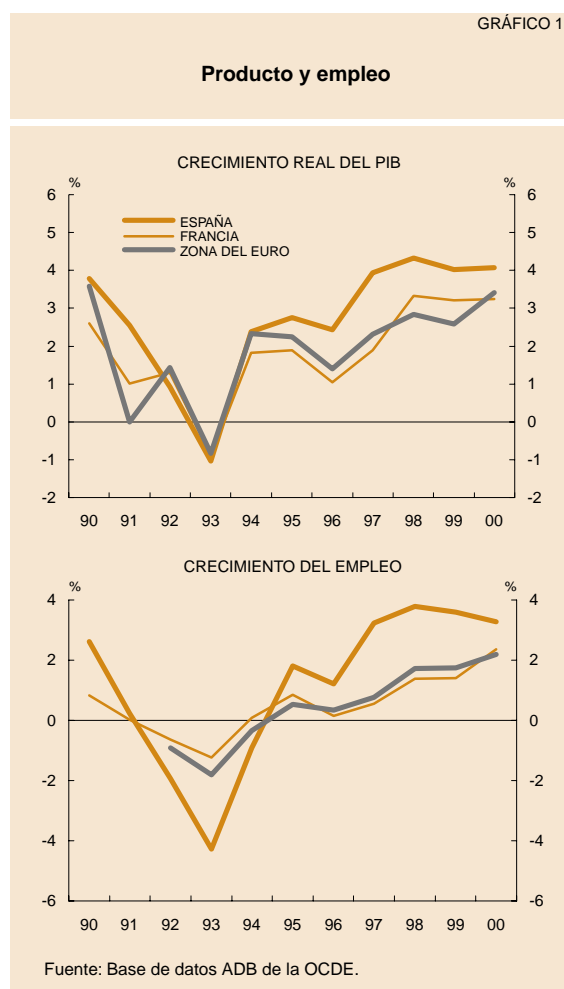
paulatina reducción en la volatilidad histórica y la intensidad registrada en los noventa en el proceso de *catching up*, respecto de las industrias y economías europeas, parecen mostrar un patrón de comportamiento por el que Francia ha pasado con unos años de antelación. El proceso de madurez de las industrias españolas, además de significar una consolidación en sus negocios, ha conllevado la necesidad de apertura a otros mercados, mediante la internacionalización de su actividad y la adquisición de participaciones estratégicas. La transferencia de recursos entre inversión interior y adquisición de activos financieros parece ser un camino que las empresas francesas han recorrido con un lustro de anticipación. El estudio también informa de los frutos que el proceso de creación de la moneda única ha traído a las empresas españolas y su convergencia con las francesas en términos de costes financieros y rentabilidad. En ausencia del margen de maniobra que otorgaba la posibilidad de ajustar los tipos de cambio, deberá prestarse, de ahora en adelante, especial atención a los factores institucionales que afectan a la competitividad empresarial. En ese contexto, la existencia en el entorno europeo de un mismo marco de actuación con diferentes prácticas comerciales, apoyadas en las normativas de cada país (Ley del Comercio, Ley Concursal, etc.), aconseja la realización de estudios de esta naturaleza que informen sobre la toma de decisiones estratégicas.

El artículo realiza un análisis de la estructura financiera y de los resultados de las empresas industriales francesas y españolas, en una acepción amplia del término, esto es, el contenido de los balances, de la cuenta de resultados (ingresos, gastos y excedentes) y *ratios* derivadas (rentabilidad, períodos medios de cobro y pago, otros). Para ofrecer un panorama completo de la situación y evolución de los negocios industriales se aporta información sobre el empleo, relacionándolo con las variables contables significativas. En el epígrafe 2 se describe el entorno macroeconómico en el que se ha desarrollado la actividad de las empresas industriales españolas y francesas, con lo que se facilita la comprensión de la *convergencia* registrada entre ambas economías en la década analizada. También se ofrece un breve panorama de los principales rasgos del proceso de crecimiento económico, así como de los aspectos más destacados en el comercio exterior, ahorro, inversión y financiación, mercado de trabajo, costes, precios, y condiciones monetarias y financieras de ambos países en los años noventa. Esta descripción permite enmarcar el análisis de algunas de las diferencias detectadas entre los balances y *ratios* de las empresas industriales de ambos

países, poniendo de manifiesto que la convergencia nominal de los noventa entre Francia y España es compatible con la persistencia de aspectos diferenciales. En el epígrafe 3 se analizan las principales características de la población de empresas, muestras y homogeneización contable realizada en el estudio. Esta información, más detallada en la publicación difundida en la página WEB del Banco de España, permite individualizar aquellas diferencias detectadas en el estudio procedentes de la distinta composición de la población de empresas, de las que se derivan de la composición de las muestras disponibles y, por último, de las originadas por las distintas prácticas contables utilizadas en ambos países, que han sido homogeneizadas en su parte principal. El epígrafe 4 presenta lo que constituye el núcleo del estudio, esto es, el análisis comparado de las empresas industriales de ambos países. El epígrafe se divide en dos apartados; en el primero se analizan las estructuras de balance; en el segundo se estudian los flujos corrientes recogidos en las cuentas de resultados, la evolución del empleo y los principales flujos de capital. Los resultados se presentan agregados para el total industria y con detalles por tamaños (pequeñas, medianas y grandes) y subsectores de actividad (bienes de consumo, bienes intermedios y bienes de equipo). Por último, el epígrafe 5 ofrece una breve referencia al estudio de sensibilidad de la inversión a la generación de recursos internos por las empresas españolas y francesas, que ha sido realizado en el marco de la colaboración entre las dos instituciones que han elaborado la citada publicación.

2. LAS ECONOMÍAS FRANCESA Y ESPAÑOLA: UNA PERSPECTIVA MACROECONÓMICA

Este epígrafe describe los rasgos básicos del contexto macroeconómico de Francia y España que ayudan a comprender la *convergencia* que se ha dado entre ambas economías en la última década: con ello se enmarcan los cambios y diferencias que se han producido en la situación económica y financiera de las empresas industriales de ambos países en el período analizado. Si bien las economías francesa y española y sus empresas industriales se han enfrentado conjuntamente a los retos de la globalización, en general, y de la integración europea, en particular, el hecho diferencial que sintetiza los retos y logros de la economía española, tanto en la década pasada como en los años inmediatamente anteriores, ha sido el proceso de convergencia real en el que ha estado inmersa. A lo largo de los diez años analizados, y especialmente en la etapa alcista más reciente,



te, el PIB de la economía española experimentó un crecimiento significativamente más elevado que el de la economía francesa, que tuvo un comportamiento similar a la media europea (ver gráfico 1). A partir de 1994, esta evolución también vino acompañada de una mayor capacidad de generación de empleo de la economía española, a la que se hace referencia más adelante. El análisis de los condicionantes del proceso de convergencia real entre ambos países a lo largo de los últimos 30 años indica que los factores de competitividad y productividad (infraestructuras, capital humano e inversión en tecnología) influyeron decisivamente en la evolución del PIB por persona (5).

(5) Como se ha indicado en la introducción, la publicación que se sintetiza en este artículo ha puesto especial interés en las variables de entorno o «factores institucionales». Estos, que informan de elementos que inciden en la marcha de las empresas, se han estructurado en ocho anexos, el primero de los cuales expone precisamente los fundamentos del crecimiento económico. El resto de anexos son: II. Mercado de trabajo; III. Arrendamiento financiero; IV. Sistemas financieros; V. Ley concursal; VI. Fondos de pensiones y otros sistemas de ahorro de los empleados; VII Contribuciones a la Seguridad Social; VIII. Impuestos que recaen en las empresas. Todos ellos pueden consultarse en www.bde.es.

Respecto al comercio exterior, ambos países han vivido un proceso de apertura y globalización en los últimos diez años analizados, más intenso en el caso español, dado su punto de partida relativo. Así, las exportaciones españolas representaban el 27,5% del PIB nominal en 1999, frente al 17,1% del principio de la década. En el comercio bilateral, Francia es el principal socio comercial de España; las ventas destinadas a Francia constituyen una fracción estable, del 13% del total de las exportaciones españolas; por su parte, la importación de productos franceses ha mostrado una tendencia ligeramente creciente a lo largo de los años noventa, situándose en el 15% en 1999. Desde la perspectiva francesa, si bien la importancia de su comercio con España es menor (un 7% de sus exportaciones de bienes se dirigieron a España en 1999), cabe destacar tanto la fuerte expansión que ha registrado en la última década (sus ventas a España se han doblado en los últimos 10 años) como el hecho de que el saldo del comercio bilateral haya sido siempre positivo para Francia.

Las economías francesa y española mostraron un patrón similar en la evolución del ahorro y de la inversión entre 1991 y 1999, aunque con un comportamiento diferenciado de la segunda, desde 1995. La desaceleración económica del período 1992-1994 produjo en ambos países una reducción de la formación bruta de capital (FBC) y del ahorro bruto nacional, en paralelo con la reducción en el ahorro bruto de las Administraciones Públicas. En la segunda mitad de los años noventa los esfuerzos realizados para cumplir con los criterios de convergencia de Maastricht dieron lugar a una reducción en las necesidades de financiación neta de las AAPP y a un incremento del ahorro bruto nacional. Este se materializó de distinta forma en ambos países; mientras que en Francia se destinó a financiar el sector exterior, en un marco de internacionalización de las empresas, en España, desde 1995, se destinó a incrementar sus niveles de inversión. El deterioro en la capacidad inversora registrado en España desde el final de la década de los noventa, que no aparece recogido en este estudio, dado su distinto ámbito temporal, está parcialmente vinculado a la internacionalización de las empresas españolas, que se ha materializado con un cierto retraso respecto de sus homólogas francesas (6).

En relación con el mercado de trabajo cabe destacar dos características diferenciales entre

(6) El artículo «La inversión productiva en el último ciclo», aparecido en el *Boletín económico* del mes de abril, informaba de la existencia de este fenómeno de sustitución de inversión en formación bruta de capital por adquisición en el exterior de activos financieros, mediante tomas de control de filiales en el extranjero.

ambos países, relacionadas con la evolución del desempleo y la tasa de participación. Por lo que respecta a la primera, España presentó cambios sustanciales en el período considerado. Así, si en 1994 se alcanzaba un máximo en la tasa de desempleo, del 24%, seis años después, al final de la década, la tasa de paro se había reducido en 10 puntos porcentuales (pp), hasta situarse en el 14%, como resultado de la intensa creación neta de empleo registrada desde el año 1995 en la economía española (ver gráfico 1). El diferencial en la capacidad de generación de puestos de trabajo fue netamente positivo entre 1994 y 1999 para la economía española respecto de la media europea. Por su parte, Francia presentó en el período considerado un crecimiento moderado y similar a la media de la zona euro, con tasas de desempleo próximas al 10% y, paralelamente, un crecimiento más contenido en la generación de puestos de trabajo, y en línea con el registrado en el conjunto de la zona euro. Respecto de la tasa de participación (definida como el cociente entre la población activa y la población en edad de trabajar), cabe destacar su variabilidad en el mercado de trabajo español (en 1986 la tasa de participación era del 60,3%, inferior en 5 pp al nivel registrado en 1970; en 2000, esta tasa se situaba de nuevo en el entorno del 65%) y la todavía reducida presencia de la mujer, en comparación con el mercado francés, con una diferencia de 13 puntos porcentuales entre un país y otro en la última parte de la década.

El proceso de convergencia español también se reflejó en la evolución de los costes y precios. Al inicio de la década de los noventa, la tasa de inflación de la economía española —medida por el IPC— se situaba en el 6% (2 puntos porcentuales por encima de la media de la zona euro), reduciéndose al 2% en 1997 (0,3 puntos por encima de la zona euro) y repuntando ligeramente a continuación. En Francia los precios se mantuvieron, en ese mismo período, por debajo de la media de los países que a partir de 1999 pasaron a formar la zona euro, lo que ha influido positivamente en la competitividad de sus empresas. Francia ha tenido, por tanto, históricamente tasas de inflación muy inferiores a las registradas en España (3,2% en 1991, 1,2% en 1997). La persistencia del diferencial de inflación entre España y el resto de socios comunitarios es consecuencia del fenómeno de la inflación dual, que, si bien afecta también a Francia, es más intenso en el caso español. El gráfico 2 muestra los rasgos de la formación de costes y precios en las dos economías, tanto para el sector manufacturero como para el conjunto de los servicios. Por lo que se refiere a la industria manufacturera, desde mediados de los años noventa la industria francesa experimentó una caída en sus

GRÁFICO 2

Costes laborales unitarios y deflatores del VA

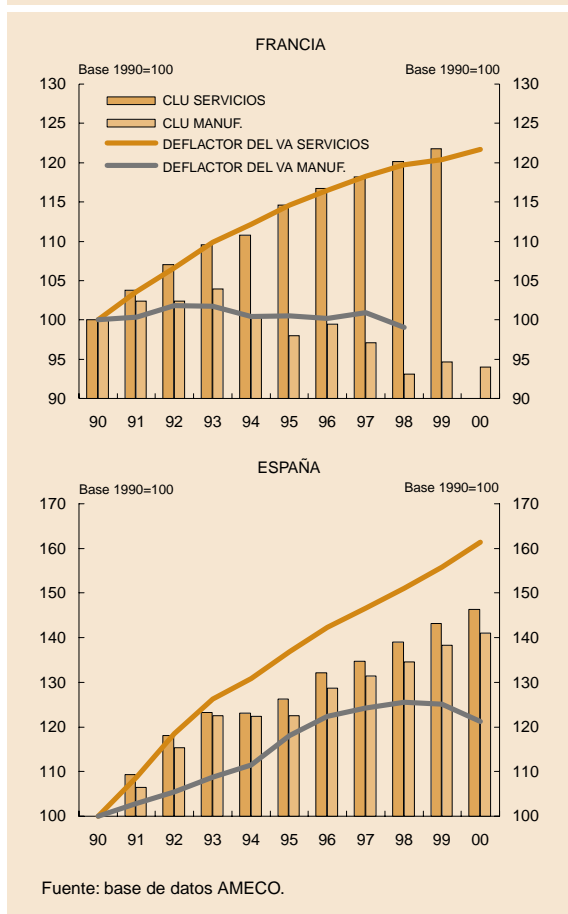
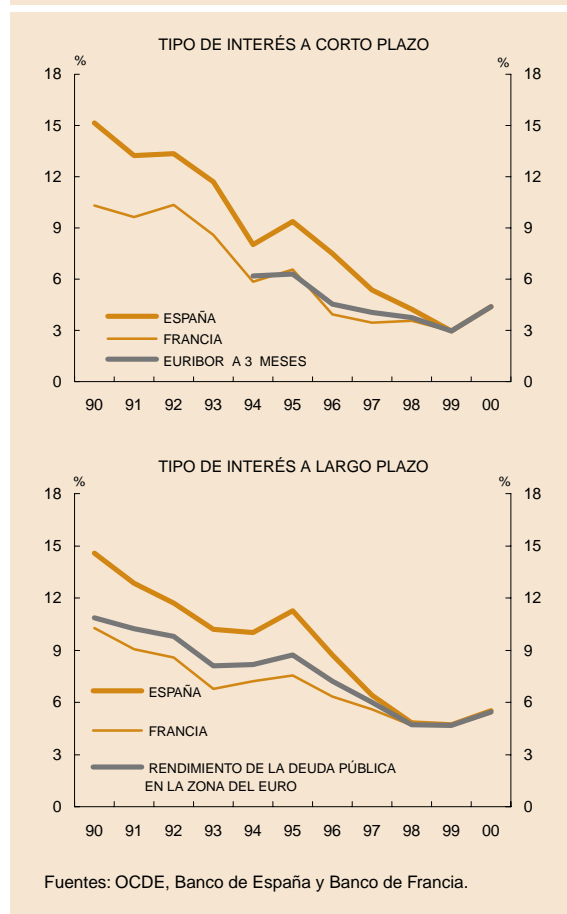


GRÁFICO 3

Tipos de interés



costes laborales unitarios, al crecer menos los salarios medios que la productividad del trabajo, al contrario de lo sucedido en el caso español. En el sector servicios, los mayores crecimientos de los costes unitarios del trabajo respecto de las manufacturas, que reflejan diferencias en el ritmo de avance de la productividad, se han transmitido de forma distinta en ambos países. Así, el crecimiento de los precios, medido por el deflactor del valor añadido, se ha ajustado a la evolución de los costes en el caso de Francia, lo que contrasta con el desfase que existe en España entre ambas variables: la inflación en los servicios superó ampliamente el crecimiento de los costes laborales unitarios a partir de 1993.

Por último, el análisis de las condiciones financieras y monetarias en ambas economías, a lo largo de la década de los noventa, muestra un panorama de progresiva holgura en las mismas y una importantísima reducción en los tipos de interés (gráfico 3), lo que ha representado mejoras sustanciales en las cuentas de resultados de las empresas. Además, al final de la década, la creación de la moneda única ha

llevado a una convergencia de los niveles de tipos de interés en ambas economías, tanto a corto como a largo plazo. Aunque los tipos de cambio de la peseta y del franco respecto del dólar mostraron comportamientos similares en los años estudiados, en el año 1993 el tipo efectivo español experimentó la mayor depreciación de los noventa (-10,6%), en contraste con el índice francés, que se apreció un 4,1% en ese mismo año. Esa evolución, en el caso francés, fue compatible con una depreciación respecto del dólar. A pesar de ello, como se ha dicho, el saldo comercial siguió siendo positivo para Francia. A partir de 1995 apenas hubo diferencias en los tipos de cambio efectivos francés y español, por lo que los cambios en la competitividad internacional han venido determinados por los costes de producción más que por la evolución de los tipos de cambio.

De acuerdo con los datos aportados por las cuentas financieras de la economía, referidas a las sociedades no financieras francesas y españolas, las sociedades no financieras españolas hacen una mayor apelación a la financiación comercial que sus homólogas francesas,

en tanto que estas últimas obtienen más fondos de la emisión de valores. En relación con los préstamos, en el período considerado las sociedades no financieras españolas y francesas mantenían un tercio de su financiación en este instrumento, si bien en el período 1995-2000 ambos países mostraron un patrón diferenciado, de reducción, en el caso de Francia, y de aumento de los préstamos, en el caso de España. Como se verá, esta observación, válida para el total de la población de sociedades no financieras, quedará matizada con el análisis de los datos de la industria, a partir de la información contable de la muestra de empresas disponible (la deuda financiera y la financiación bancaria también se redujeron en España, para el agregado de empresas considerado). En el lado de los activos hay que destacar el notable incremento producido en la cartera de los activos financieros en ambos países, debido principalmente a la compra de compañías extranjeras, a lo que ya se ha hecho referencia, así como a la proliferación de fusiones, adquisiciones y participaciones cruzadas. Cuando se desciende al análisis de las empresas industriales a partir de los datos aportados por las muestras de las centrales de balances, se ponen en evidencia estos y otros patrones de comportamiento adicionales a los que de forma agregada describen las cuentas financieras, a lo que se hace mención en el epígrafe 4.

3. POBLACIÓN, MUESTRAS Y HOMOGENEIZACIÓN CONTABLE

La elaboración de un análisis de la evolución de las empresas industriales europeas bajo una perspectiva microeconómica o empresarial, realizada a partir de la información individual de una muestra no estadística de empresas, obliga a conocer las poblaciones empresariales de ambos países y compararlas con las muestras mantenidas por cada institución. Asimismo, el uso de variables contables influidas por los respectivos planes contables de cada país hace necesario un estudio de las diferencias y de las decisiones adoptadas para conseguir su homogeneización contable.

Respecto de las poblaciones, la característica diferencial entre ambos países es el distinto tamaño medio de las empresas; en la práctica, las empresas francesas doblan en dimensión a las españolas. Así, para el total de la población, cuando la empresa española en media tiene 11 empleados, las francesas mantienen alrededor de 20 empleados por término medio. En los dos países la mayor parte de empresas se concentran en el rango de 0 a 49 empleados (97,2% en España y 95,3% en Francia). Pero si se analiza este mismo dato en función del número

de empleados, las diferencias son muy acusadas en las empresas entre 0 y 49 empleados y en las de 500 o más. Así el 47,6% del empleo español se concentra en las empresas del primer tramo, frente al 34,4% francés, mientras que en las empresas de más de 500 empleados se concentra el 23,9% del empleo español, frente al 37,4% en Francia. Los otros dos rangos de empleo en los que se ha dividido la población (de 50 a 199 empleados, y de 200 a 499) muestran pesos muy parecidos en ambos países. La menor dimensión media de las empresas españolas se reafirma al analizar el tamaño medio de las empresas en cada rango de empleo (cuadro 1.1).

No existen grandes diferencias estructurales en las actividades empresariales desarrolladas en los dos países analizados. En ambos, la actividad que cuenta con mayor número de empresas es la sección G de la NACE, que básicamente comprende a las empresas de comercio (en torno al 30%) (cuadro 1.2). Hay dos actividades en las que se observan mayores diferencias: en el caso español, la construcción representa el 14,8% del total de empresas, mientras que en Francia esta cifra se sitúa en el 8,9%, y por otro lado, el sector de «actividades inmobiliarias y de alquiler; servicios empresariales», en el que España incluye el 17,9% de las empresas, frente al 29,7% al que se eleva en Francia. Estas cifras ponen de manifiesto el mayor peso del sector terciario en la economía francesa. El reparto del empleo por actividades en ambos países guarda cierto parecido. En este caso es la industria manufacturera la que más empleo absorbe, con el 30,7% en España y el 33,5% en Francia. El sector de transporte, almacenamiento y comunicaciones es el que presenta más diferencias, dado que mientras en España el 7,3% del empleo se concentra en este sector, en Francia alcanza el 11,6%. Por último, si se analiza el número medio de empleados de cada sector, se observa que en la inmensa mayoría el tamaño medio de la empresa francesa es mayor que en la española.

El análisis de la composición empresarial, atendiendo a la condición jurídica de las empresas, muestra un patrón común en los dos países. En España la forma jurídica predominante es la sociedad de responsabilidad limitada (S.L.), debido a que la pequeña empresa es la forma que más utiliza, al haber una exigencia mínima de capital social de 3.000 euros, frente a los 60.100 euros que se exigen en las sociedades anónimas (cuadro 1.3). Así, el 73,5% de las empresas son S.L. y el 22% son sociedades anónimas (S.A.) En Francia también se repite esta situación, aunque de forma más matizada, al situarse el 28,6% de las empresas entre las S.A. y el 63,6% se constituyen bajo la forma de

CUADRO 1

Población: comparación España-Francia. Cuadro resumen

	Número de empresas no financieras (%)		Número de trabajadores (%)		Tamaño medio de empresa (número de trabajadores)	
	España	Francia	España	Francia	España	Francia
1. POR RANGO DE EMPLEO						
RANGO DE EMPLEO:						
0- 49 trabajadores	97,2	95,3	47,6	34,4	5,4	7,1
50-199 trabajadores	2,2	3,7	18,1	17,4	89,1	93,8
200-499 trabajadores	0,4	0,7	10,4	10,8	300,2	302,1
500 trabajadores o más	0,2	0,4	23,9	37,4	1.688,8	2.105,5
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	11,1	19,8
2. POR ACTIVIDAD						
SECTORES:						
C. Industrias extractivas	0,3	0,3	0,7	0,5	25,7	29,3
D. Industria manufacturera	18,2	15,9	30,7	33,5	18,6	41,8
E. Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua	0,2	0,1	1,0	1,8	47,2	236,0
F. Construcción	14,8	8,9	11,9	8,0	8,9	17,8
G. Comercio; reparación de vehículos de motor, motocicletas y ciclomotores y artículos personales y de uso doméstico	30,1	30,3	20,5	20,3	7,5	13,3
H. Hostelería	6,0	5,0	5,5	3,4	10,1	13,5
I. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	5,5	4,2	7,3	11,6	14,7	54,2
K. Actividades inmobiliarias y de alquiler; servicios empresariales	17,9	29,7	13,7	16,6	8,5	11,0
M. Educación	1,7	0,7	3,1	0,3	19,9	8,6
N. Actividades sanitarias y veterinarias; servicios sociales	1,5	1,1	1,9	1,9	14,6	32,8
O. Otras actividades sociales y de servicios prestados a la comunidad; servicios sociales	3,8	3,8	3,7	2,3	10,5	11,9
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	11,1	19,8
3. POR FORMA JURÍDICA						
FORMA JURÍDICA:						
Sociedades anónimas (S.A.)	22,0	28,6	55,4	63,6	27,8	44,0
Sociedades de responsabilidad limitada (S.R.L.)	73,5	63,6	36,8	21,7	5,5	6,8
Resto	4,5	7,8	7,8	14,7	19,3	37,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	11,1	19,8

Fuente: Institutos Nacionales de Estadística de España y Francia.

S.L. En relación con el empleo en ambos países la proporción se altera, habida cuenta el mayor tamaño medio de las S.A.; en España el 55,4% de empleados trabajan en S.A. y el 36,8% en S.L., en Francia las cifras son aún más acusadas, con un 63,6% del empleo en S.A. y el 21,7% en S.L., lo que es coherente con el mayor tamaño medio de las empresas francesas. En ambos países el resto de formas jurídicas, tanto en número de empresas como de empleados, tienen un papel residual.

La comparación de las muestras (7) de las centrales de balances de cada país con sus res-

(7) La Central de Balances de España mantiene dos bases de datos anuales: CBA, encuesta en la que se mantiene un contacto directo con las empresas informantes, y CBBE-RM, o CBB, con las cuentas depositadas en los Registros Mercantiles. Los datos que se han utilizado en este trabajo surgen de la unión de sus dos bases de datos anuales, a partir de la denominada Central de Balances Integrada, o CBI, que como tal se presenta en el capítulo XV del *Boletín estadístico* del Banco de España. En el caso de la Central de

pectivas poblaciones informa de la sobrerrepresentación de la gran empresa en ambas; si en la población la gran empresa representa el 23,9% del empleo español y el 37,4% del francés, en las muestras de ambos países la cifra se sitúa en el 53%. Este sesgo también se aprecia en el análisis de los tamaños medios de las empresas; en el caso de la muestra española el empleo medio por empresa es de 15,8 empleados (frente a 11,1 empleados medios en la población); en el caso francés, la sobrerrepresentación de la gran empresa en la muestra es más acusada (111,6 empleados, frente a 19,8 empleados por empresa en la población), lo que en principio podría afectar a alguno de los resultados agregados obtenidos; con el fin de eliminar el efecto derivado del sesgo referido, para cada *ratio*, tasa y estructuras analizadas en el estudio se han elaborado distribuciones estadísticas, además de fraccionar la muestra por sectores de actividad y tamaño. Las coberturas mantenidas en ambos países en los subsectores industriales (muestra/población), próximos al 50% en el caso de Francia y al 35% en el de España, se consideran válidas para la realización del estudio.

Por último, las principales discrepancias existentes entre la normativa contable francesa y española, en relación con los efectos que causan en las bases de datos (existen otras discrepancias, con efectos menos acusados en los resultados) (8), se refieren al distinto tratamiento otorgado al *leasing* y al descuento de efectos comerciales. Ambos casos han podido ser debidamente homogeneizados, por lo que las variables derivadas de estos elementos no se han visto influidas por la diferente contabilización en la fuente original de los datos.

4. ESTUDIO COMPARADO DE LAS EMPRESAS FRANCESAS Y ESPAÑOLAS A PARTIR DE SUS ESTADOS CONTABLES. 1991-1999

4.1. Análisis de las estructuras de balance

El estudio de la estructura del activo, y de su descomposición por elementos, informa de que

Balances de Francia, también mantiene dos bases de datos diferenciadas, FIBEN y CdB, la última de las cuales se ha utilizado en este artículo y estudio. Para conocer con más detalle las características de cada Central de Balances y de sus bases de datos puede consultarse el documento que ha servido de base para la realización de este artículo.

(8) Entre otros, cabe destacar el distinto criterio de clasificación de las deudas por plazo. La separación entre el corto, y el medio y largo plazo, se establece en España atendiendo a la madurez de la deuda (plazo residual), en tanto que en Francia se realiza según el plazo en origen. Se trata de una diferencia que no es posible eliminar, pues no existe información adicional en las bases de datos; el efecto, en cualquier caso, es menor que el causado por las otras operaciones comentadas, que son homogeneizadas.

la *distribución de los activos*, entre fijo y circulante, es relativamente estable, no existiendo diferencias significativas entre ambos países. En Francia la proporción se sitúa en un 40/60 y, en España, en 45/55 en media ponderada. No obstante, la proporción cambia sustancialmente al analizar la mediana de esta variable (pasa a 20/80 y 30/70, respectivamente), lo que pone en evidencia la distinta composición de los activos para las empresas de pequeña dimensión, que son las que tienen un comportamiento más diferenciado en el análisis comparado entre los dos países, a lo que se hace referencia más adelante.

Adicionalmente, el estudio de los *activos fijos* indica que las empresas industriales francesas y españolas mantuvieron una proporción estable en toda la serie analizada. Sin embargo, la estabilidad en el peso de los activos fijos respecto del total del activo contrasta con las diferencias detectadas en sus componentes entre ambos países. Los *activos fijos materiales* presentaron un peso mucho más elevado en las empresas españolas que en las francesas (13 puntos de diferencia por término medio) (gráfico 4) en los tres tamaños y sectores. Se trata de una diferencia significativa, en la medida en que se da de forma generalizada, independientemente del agregado o indicador estadístico analizado, por lo que se dedicaron esfuerzos adicionales para tratar de esclarecer las razones que explican la diferencia. Finalmente se llegó a la conclusión de que el fenómeno deriva de varias causas entrelazadas, de las que destacan:

- Como razón principal, los *activos fijos financieros* presentan permanentemente en el período objeto de análisis un mayor peso en las empresas francesas (8 puntos porcentuales por encima de las españolas) (gráfico 4). La causa que subyace a este comportamiento estaría relacionada con la mayor madurez de las industrias francesas en el proceso de internacionalización de sus negocios, apertura a los mercados exteriores y reacción a los retos de la globalización. Los procesos de fusión, concentración de empresas, creación y organización de empresas en grupos de sociedades llevan a que los activos financieros de las empresas industriales reflejen el mayor grado de interdependencia financiera de las sociedades francesas respecto de las españolas, que solo han comenzado a seguir este patrón al final de la década de los noventa. El mayor peso de las inversiones financieras en acciones y participaciones de empresas del grupo estarían mostrando el fenómeno aludido, que quedaría oculto si se trabajara con cuentas consolidadas, en vez de información

individual de empresas (9). Paralelamente, el esfuerzo financiero realizado en la adquisición de filiales en el extranjero reduciría la capacidad de inversión en activos reales o, lo que es lo mismo, en formación bruta de capital. Esta pauta parece haberse dado también en las empresas españolas con un desfase de cinco años, aproximadamente, desde el final de la década de los noventa, según muestran los datos más recientes (2000 y 2001), no presentados en este estudio.

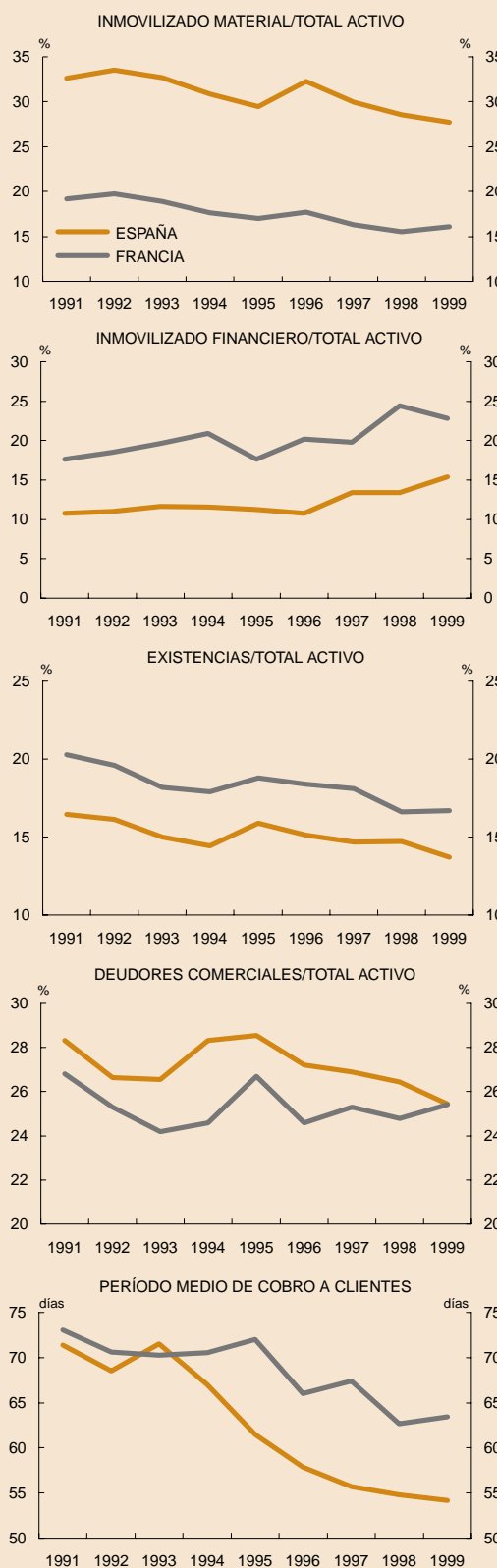
- Una segunda causa estaría en el mayor peso de los *activos adquiridos en régimen de leasing* en las empresas francesas, que no se han recogido en los activos ni pasivos correlativos en este estudio, a fin de homogeneizar las dos fuentes de información (10). El trabajo ofrece detalles adicionales sobre el volumen de activos adquiridos en *leasing* y permite conocer el alcance limitado de este fenómeno, dado el reducido peso de esta forma de adquisición de activos en el total de la muestra (se estima que la diferencia entre ambos países, por este motivo, estaría próxima a 1 punto porcentual)
- Diferencias temporales en la expansión de la capacidad productiva. El intenso proceso de *catching-up* reflejado en el epígrafe 2 de este artículo, trae como contrapartida a la fuerte inversión realizada en España en los años noventa, que la antigüedad media de los activos materiales franceses sea mayor y, por ello, el valor neto de los activos materiales sea más reducido que el de las industrias españolas, que disponen de un equipo capital instalado más moderno.
- Otra causa estaría en las normativas de revalorización de activos fijos, que han sido promulgadas más recientemente en España. Si en España ha habido dos leyes de actualización de balances aplicables al total del territorio (1983 y 1996), en Francia, la última Ley

(9) La CdB francesa, dispone de información consolidada de grupos de sociedades, además de la información individual de empresas, que es la que se ha utilizado en este estudio. La información consolidada es válida para el estudio del riesgo, del grupo y de las empresas individuales que lo integran, ese es el fin con el que la CdB mantiene los datos consolidados. Sin embargo, para el análisis de series históricas y establecer detalles por sectores de actividad, así como analizar comportamientos como el descrito, de creación de relaciones de grupo, es pertinente utilizar información sin consolidar.

(10) La normativa contable francesa establece que los activos adquiridos en *leasing* deben seguir formando parte de los balances de las instituciones que financian la operación, al seguir siendo los propietarios legales. La normativa contable española, por su parte, incorpora al balance de la sociedad que lo utiliza, el bien adquirido mediante contrato de *leasing*, con contrapartida en un préstamo recibido.

GRÁFICO 4

**Empresas industriales francesas y españolas
Activos y período medio de cobro a clientes**



Fuentes: Banco de España y Banco de Francia.

que permitió a las empresas francesas revalorizar sus activos fijos data de 1978, lo que explicaría hasta 3 puntos porcentuales de la diferencia aludida, de acuerdo con los cálculos realizados con este fin.

En sintonía con la evolución de los activos fijos, también *el activo circulante* en su conjunto, en la serie histórica analizada, ha tenido un comportamiento estable en los dos países y, a diferencia del activo fijo, sin grandes cambios en la evolución de sus componentes. El mayor peso se lo reparten las *existencias* y los *deudores comerciales* (gráfico 4); las primeras con una tendencia en ambos países a la baja, principalmente por la evolución de los *stocks* de existencias en las empresas de gran dimensión, francesas y españolas. Este comportamiento diferenciado por tamaños, que no por países, se explica por los modelos de gestión de existencias, tipo *just in time*. En estos modelos, las grandes empresas, debido al poder negociador, obligan a las PYME a que les abastezcan en cualquier momento de las existencias que necesiten incorporar a sus procesos de producción, descargando con ello en estas últimas el coste de mantenimiento y gestión de almacén. Las pequeñas y medianas empresas no pueden aplicarlo, ya sea por falta de capacidad organizativa, ya porque su estrategia comercial esté precisamente en lo contrario, en convertirse en suministradores especializados de ciertos productos, de los que siempre mantienen existencias. Con ello las PYME se convierten en financiadoras de las grandes empresas.

En cuanto a la cifra de *deudores comerciales* sobre total activo también hay diferencias acusadas entre los tres tamaños analizados. No obstante, el hecho más destacable en relación con el crédito comercial es la reducción continua, a lo largo de la década, en el período medio de cobro de clientes, lo que estaría reflejando el desarrollo de políticas comerciales proactivas en este sentido (la reducción del plazo en el que por término medio las empresas cobran a sus clientes representa una mejora significativa de competitividad). El fenómeno, común para ambos países (gráfico 4), esconde, sin embargo, un comportamiento asimétrico por tamaños de empresa. Así, la intensidad de la caída detectada en España (71 días en 1990, 54 en 1999), muy superior a la registrada en Francia, se debe principalmente al comportamiento observado por las grandes empresas de la muestra, que son las que pueden desarrollar la política comercial aludida. En los últimos años analizados, las PYME francesas y españolas tardaron alrededor de 75 y 80 días, respectivamente, en cobrar a sus clientes, frente a los 60 y 50 días, respectivamente, que las em-

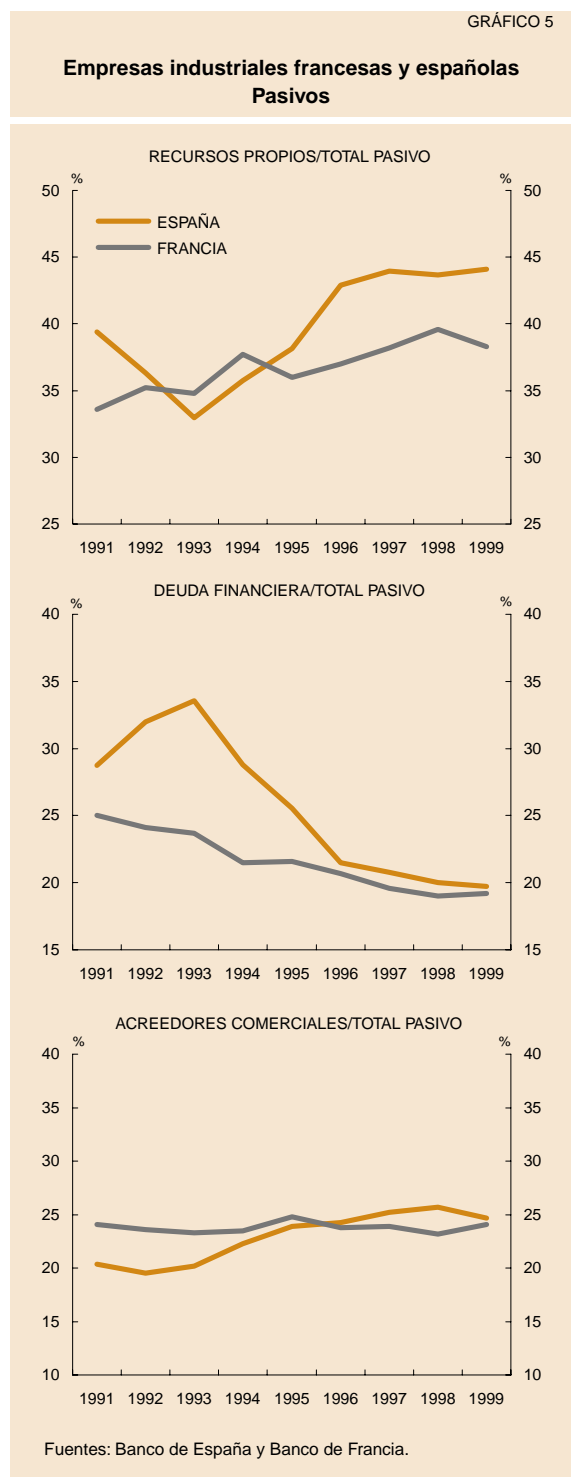
presas de más de 250 empleados financiaron a sus clientes. El análisis comparado entre países parece mostrar una situación más holgada de las empresas españolas respecto de las francesas (en la medida en que sus períodos medios globales son más reducidos). El estudio por tamaños de empresa ofrece, sin embargo, la conclusión contraria, ya que el fuerte descenso producido en España en esta *ratio* deriva de la situación contemplada en las grandes empresas. Los períodos medios de cobro no han convergido en todos los tamaños de empresa; para el caso de las PYME españolas, permanecen significativamente más elevados que en las PYME francesas, con el sobrecoste que representa y merma de competitividad para las PYME españolas.

Por último, destaca el distinto peso que tiene la partida de tesorería en el total de activos según sea el tamaño de la empresa. En las pequeñas empresas francesas la proporción es dos veces mayor que en las grandes, y en las españolas, hasta tres veces mayor. Las dificultades de las pequeñas empresas de disponibilidad inmediata de fondos acudiendo a líneas de financiación automáticas, les ocasiona la necesidad de disponer de unos niveles de tesorería mucho más elevados que las grandes empresas, que tienen una mayor facilidad de obtención de recursos de forma inmediata por estas vías.

Del lado de los *pasivos*, las empresas industriales francesas y españolas mantuvieron unos niveles de fondos propios elevados (gráfico 5) a lo largo de la década de los noventa. Hay dos características diferenciadoras entre ambos países. La primera es que en Francia la evolución de los *fondos propios* no ha estado conectada al ciclo económico, lo que sí se observa en el caso de las grandes empresas industriales españolas. La segunda diferencia está relacionada con el tamaño de la empresa. En Francia todas las empresas, independientemente de su tamaño, registraron un nivel de fondos propios similar, mientras que en España hubo comportamientos diferenciados; las pequeñas empresas presentaron fondos propios más contenidos que los observados en el total y menos influidos por el ciclo económico. Las empresas medianas, situadas en unos niveles de dotación de recursos propios más elevados que las pequeñas, tampoco reflejan estar vinculadas a la evolución del ciclo económico. En resumen, solo fueron las grandes empresas industriales españolas las que enlazaron la evolución de sus recursos propios con el ciclo económico y, con ello, presentaron mayores oscilaciones en su nivel a lo largo de la serie histórica, probablemente como consecuencia de su capacidad para generar recursos internos y beneficios.

La información que se desprende de los balances muestra la pérdida de peso de la *deuda financiera* (definida como la que no tiene carácter comercial) (gráfico 5) y, dentro de esta, de la financiación intermediada por las entidades de crédito en ambas economías. En el caso de España, este fenómeno se produjo con notable intensidad en la primera mitad de la serie analizada, lo que llevó a que al final de esta la estructura estudiada fuera prácticamente idéntica en ambos países. De nuevo, y en consonancia con la evolución de fondos propios, hay unas pautas de comportamiento diferente entre ambos países según el tamaño de sus empresas. En Francia todas las empresas, independientemente de su tamaño, redujeron su deuda financiera en el período analizado, frente al caso español, en el que solo las empresas de más de 250 empleados presentaron caídas en esta fuente de financiación. Por el contrario, la pequeña empresa española ha tenido que acudir a esta vía para afrontar sus necesidades de fondos con los que acometer las decisiones de inversión, manteniendo unos valores estables, en términos porcentuales, a lo largo de toda la década. Por último, destaca el mayor protagonismo de la financiación de empresas del grupo y asociadas en las empresas francesas respecto de las españolas, en consonancia con lo que ya se ha comentado en los activos financieros. En resumen, la aparente desintermediación financiera que podría derivarse del análisis de esta estructura (en la medida en que en el agregado total cayó significativamente la deuda financiera, en ambos países) no se ha producido de forma clara, tanto por el efecto que la generación de recursos internos tiene sobre la *ratio*, como por el diferente comportamiento entre los distintos tamaños de empresa. Concretamente, la sustitución de la deuda bancaria por la financiación mediante obligaciones y otros valores de renta fija solo ha sido observada en los balances de las grandes empresas francesas.

En cuanto a la *deuda comercial*, destaca el importante papel que este tipo de financiación tiene en las empresas francesas y españolas; a lo largo de toda la serie, vino a representar el 25% del total pasivo en ambos países (gráfico 5). Para comprender mejor el papel de la financiación comercial interempresa es conveniente estudiar la *ratio* del período medio de pago a proveedores (que informa del número medio de días en los que la empresa paga a sus proveedores). A diferencia del período de cobro a clientes, en el pago a proveedores no se observan grandes diferencias en función del tamaño de las empresas. No obstante, sí que se distinguen distintos comportamientos por tamaños en el diferencial entre plazos de cobros y pagos, a favor de las grandes empresas; en



el caso de las francesas, en 1999 generaron un excedente de financiación de 13 días, y las españolas, de 28 días. Por el contrario, en las pequeñas y medianas empresas esta diferencia está próxima a los -3 días. Como se ha dicho anteriormente, las prácticas comerciales utilizadas llevan a que las PYME se conviertan en financiadoras netas en su actividad comercial, mediante el uso de los excedentes de tesorería que mantienen acudiendo a la práctica del des-

cuento de efectos comerciales para poder afrontar el pago a sus proveedores y financiar a sus clientes.

4.2. Análisis de los resultados de las empresas industriales

La información disponible confirma la conexión de la *actividad productiva* de las empresas industriales españolas y francesas con el ciclo económico de los respectivos países, y, al mismo tiempo, entre ellas, tal como muestran las tasas de variación de la cifra de ventas y del valor añadido bruto al coste de los factores (gráfico 6). No obstante, tanto el conjunto de la economía española como la actividad industrial han presentado históricamente datos más volátiles que la economía y empresas francesas; los datos de la década pasada parecen indicar que las etapas de recesión también se han suavizado en el caso español, y que, paralelamente, en años de bonanza el crecimiento ha sido más intenso. Por tanto, el proceso de convergencia de la economía y empresas españolas ha sido gradual, al producirse un *catching up* progresivo, apoyado por la intensidad de los períodos alcistas. En el análisis por tamaños de la industria francesa se observa una conexión de la actividad empresarial al ciclo económico del país, independientemente de cuál sea el tamaño de empresa, aunque el efecto es sensiblemente menor en las empresas de reducida dimensión. Por el contrario, en España se observa que los cambios de ciclo afectan especialmente a las grandes empresas, y en concreto a las de más de 500 empleados. Por sectores, en ambos países se observa una conexión cíclica importante en la industria de bienes de equipo, y en menor medida en la industria de productos intermedios. Por el contrario, las empresas fabricantes de bienes de consumo muestran un comportamiento mucho más estable y desconectado del ciclo general de la economía.

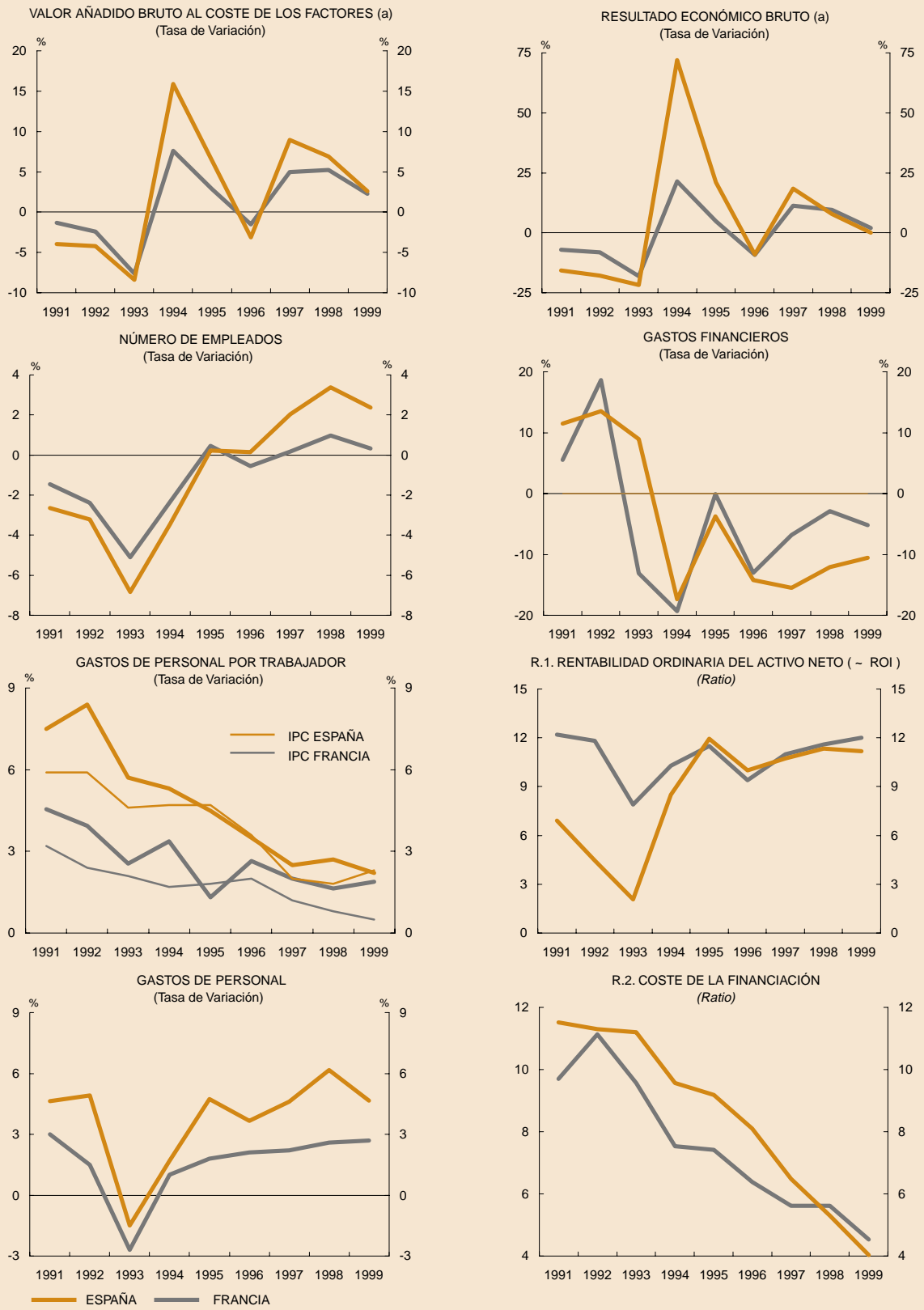
En relación con el *empleo*, las empresas francesas y españolas se han comportado en consonancia con la evolución de la actividad, aunque con distinto nivel de intensidad (gráfico 6). En los años de recesión (1992 a 1994), se produjeron caídas netas de empleo en ambos países, aunque fueron más intensas en España. A partir de 1995, en Francia se han alternado períodos de leve crecimiento, con algún año de moderada caída. Frente a este comportamiento, las empresas españolas desde 1995 entraron en una senda de creación neta de empleo, los primeros años con aumentos leves, posteriormente con mayor intensidad. En España se partía de una situación muy deteriorada,

con elevadas tasas de desempleo (24% en 1994). Por ese motivo, las autoridades del país llevaron a cabo planes especiales para fomento del empleo y flexibilización del mercado de trabajo, y en los años 1997 a 2000 se crearon en España, en media anual, 500.000 puestos de trabajo netos, lo que permitió reducir en 10 puntos el desempleo al final de la década. Por tamaños, en Francia y España ha coincidido que las grandes empresas han sido las que más ajustes de plantilla tubieron que realizar en los años previos a la recuperación, frente a las pequeñas empresas, que actuaron a partir de 1994 de «colchón», absorbiendo parte del empleo que destruyeron las empresas de mayor dimensión. Por sectores, las industrias de bienes intermedios y de bienes de equipo han sido las que más empleo redujeron en los años de crisis, mientras que en la industria de bienes de consumo permaneció relativamente estable, en consonancia con la evolución registrada en estas industrias en su actividad. En Francia, el fenómeno de la «filialización» o creación de grupos de empresa, también ha influido en la evolución del empleo, trasladando parte de las plantillas de las grandes empresas matrices a las nuevas filiales, de reducida dimensión, que se creaban.

Como puede comprobarse en el gráfico 6, las *remuneraciones medias* en términos nominales (costes de personal por trabajador) en las empresas industriales francesas crecieron por encima del IPC en todos los años, excepto en 1995. En España, las remuneraciones medias en términos nominales mostraron crecimientos superiores al IPC de 1,6, 2,5 y 1,1 puntos porcentuales en los años 1991, 1992 y 1993, respectivamente. A partir de ese momento se inició una tendencia progresiva a la baja, que propició que, en algunos años (1995, 1996 y 1999) fueran inferiores a la inflación.

La bajada de tipos de interés, hasta alcanzar en la práctica el mismo nivel en ambos países, se trasladó a las empresas, lo que queda patente en la *ratio R.2*, de coste de la financiación, contribuyendo a que las empresas hayan reducido el peso de los *gastos financieros* en su cuenta de resultados y que hayan mantenido tasas de variación negativas en buena parte de la serie histórica (gráfico 6), propiciando con ello la obtención de excedentes adicionales y la mejora de recursos generados. Este favorable hecho ha sido más intenso en las empresas españolas, lo que se refleja en la evolución de sus rentabilidades (gráfico 6), que al final de la década quedaron solapadas en la práctica con las obtenidas por sus homólogas francesas. Así, las empresas francesas se han mantenido estables (salvo 1993) en unos altos niveles de *rentabilidad* en

Empresas industriales francesas y españolas. Tasas y ratios



Fuentes: Banco de España y Banco de Francia.

(a) Tasa de variación deflactada por el deflactor del VAB de industria.

toda la serie histórica analizada; las empresas españolas, por su parte, han presentado dos períodos claramente diferenciados: hasta 1993 las rentabilidades eran extremadamente bajas; a partir de 1994, coincidiendo con la bajada de tipos de interés y la recuperación de la actividad, la rentabilidad ordinaria del activo neto y de los recursos propios pasó a ser muy parecida a la registrada por las empresas francesas. Por tamaños, han sido las pequeñas francesas y las medianas españolas las que mejores cifras de rentabilidad han presentado en la serie analizada. Por sectores, la industria de bienes de consumo de ambos países ha sido la que ha presentado una evolución más estable y con rentabilidades más elevadas.

Para analizar la evolución de la *inversión* en la publicación de referencia se ha calculado la tasa de variación de la inversión en inmovilizado material en las empresas industriales de ambos países. Su cálculo es compatible con el que hace la contabilidad nacional, de forma que esta variable es un buen indicador de la formación bruta de capital fijo. La evolución de esta variable a partir de datos de empresa, especialmente en el caso español, muestra unos perfiles mucho más pronunciados que los que refleja la contabilidad nacional para el total de la economía, lo que es coherente con el comportamiento, marcadamente cíclico, en la evolución de la inversión empresarial. Las empresas industriales francesas muestran tres períodos diferenciados en la década pasada. Un primer período entre 1991 y 1994 con caídas en la tasa de variación de la inversión, especialmente importante en el año 1993, en el que se registró una desinversión neta del -21,3%. La debilidad de la demanda en esos años y la sobreutilización de las capacidades de producción mediante la ampliación de los turnos de trabajo, exprimiendo con ello el potencial productivo (11), contribuyeron a explicar la caída referida. Un segundo período entre 1995 y 1996, en el que se observó tasas de inversión positivas, especialmente en 1995, en el que la inversión creció el 9,2%. En este caso, fue el crecimiento de las ventas el que incitó a los empresarios a dinamizar la inversión; no obstante, el clima de incertidumbre que prevaleció en 1996 en la producción industrial hizo que una parte de las industrias mantuvieran una actitud prudente, frenando la renovación de su inmovilizado material. Por último, se distingue una tercera etapa, entre los años 1997 a 1999, en la que las tasas de variación de la inversión volvieron a ser negativas en las industrias francesas, debido a que

las grandes empresas industriales decididamente cambiaron su estrategia, adquiriendo participaciones accionariales en otras empresas, tanto nacionales como fuera del territorio francés. La tasa de variación de las inversiones financieras registró cifras «récord» en ese período, con un crecimiento del 45,2% y 57,7% en los años 1998 y 1999, respectivamente, lo que evidencia el comportamiento descrito.

En el caso de las empresas industriales españolas, la tasa de variación de la inversión puede ser calculada con los datos de la Central de Balances, para muestras comunes consecutivas, a partir de 1993. En 1994, las empresas industriales alcanzaron la peor cifra de la serie histórica analizada, con una caída del -23,5%. El período de recesión inmediatamente anterior obligó a las empresas a mostrar un perfil conservador en sus decisiones de inversión. En los años 1995 y 1996, la reactivación económica hizo que cambiara totalmente la tendencia anterior, alcanzando tasas de crecimiento de la inversión del 38,2% y 34,2%, respectivamente. El contexto económico de recuperación de la actividad productiva y, en especial, de forma singular para el caso español, la continuada reducción de los tipos de interés, que, como se ha dicho, liberó importantes recursos generados por las empresas, animaron a estas a renovar sus equipos productivos. En el año 1997 se registró una inflexión momentánea, en conexión con la desaceleración de la actividad de 1996, para dar paso a los años 1998 y 1999, en los que se recuperó la senda alcista, con tasas de crecimiento del 10% y 19%, respectivamente. Sin duda, las decisiones de inversión en esta época vienen avaladas por las cifras de apalancamiento que se alcanzaron en los años 1998 y 1999, del 6% y 7,2%, respectivamente; las más altas de la serie histórica analizada, al confluir aumentos de rentabilidad con caídas en el coste de la financiación. Aunque no es objeto de análisis en el trabajo presentado en este artículo el estudio de los años 2000 y 2001, no obstante, interesa destacar que la información disponible en la Central de Balances anual y trimestral parecería indicar que el comentado proceso de *catching-up* de España respecto de Francia, también seguido por las industrias españolas, define el comportamiento de la inversión de estas en los últimos dos años y su traslación a la inversión en activos financieros (acciones y participaciones). Los cuantiosos recursos dedicados a la internacionalización de las empresas españolas, entre otros factores, estarían detrás del fenómeno de la baja actividad inversora en el interior durante el pasado más reciente, que ha sido objeto de análisis específico en el *Boletín económico* del mes de mayo.

(11) Artículo del Boletín mensual de la Banque de France, nº 94 (octubre 2001) titulado: «La durée d'utilisation des équipements: principaux résultats 1989-2000».

5. RESTRICCIONES FINANCIERAS E INVERSIÓN EN FRANCIA Y ESPAÑA: UN ESTUDIO A PARTIR DE DATOS INDIVIDUALES DE EMPRESA

El proyecto conjunto desarrollado con el Banco de Francia, en su cuarto capítulo, analiza la existencia de pautas de comportamiento comunes en las decisiones de inversión de sus empresas industriales ante la existencia de restricciones de liquidez o financiación, a partir de datos individuales de empresas y no de forma agregada, método que es empleado en el resto de la publicación. Como se ha dicho, el interés particular de un estudio de esta naturaleza y los resultados obtenidos han aconsejado su difusión, además de por medio de la publicación completa prevista en el inicio del proyecto, a la que se ha hecho repetidas veces referencia en este artículo, como de forma independiente y separada en un Documento de Trabajo del Servicio de Estudios (Documento nº 0214, «Financial constraints and investment in France and Spain: a comparison using firm level data»).

Con el fin de comprobar la existencia de pautas de comportamiento compartidas por las empresas industriales francesas y españolas en los casos relacionados, la publicación presenta un contraste de exceso de sensibilidad de la inversión productiva a la generación interna de recursos de las empresas. La información de base para la realización del contraste se obtiene de un subconjunto de empresas industriales francesas y españolas que son la fuente de información del resto de la publicación, y que han sido sometidas, al igual que el resto de empresas, al proceso de homogeneización contable al que se ha hecho referencia en el epígrafe 3 de este artículo. El contraste,

que sigue el enfoque metodológico de Bond y Meghir (1994), se basa en la estimación de un modelo estándar de inversión de ecuación de Euler. Este modelo supone que la empresa se enfrenta a una jerarquía de costes para las distintas fuentes de financiación y su resolución genera diferentes caracterizaciones del comportamiento inversor en función de las políticas de financiación seguidas por las empresas. La idea básica del contraste es que el comportamiento inversor de las empresas que no se enfrentan a limitaciones en su acceso a fuentes de financiación externa no debe estar condicionado por su capacidad de generación interna de recursos. Por el contrario, variables que aproximen esta capacidad de autofinanciación deben desempeñar un papel importante en ecuaciones de inversión estimadas para conjuntos de empresas que se enfrentan a dificultades en la captación de fondos externos. En general, los resultados sugieren que hay diferencias significativas en el comportamiento inversor que están ligadas a la situación financiera de las empresas. Así, la evidencia obtenida indica que el estudio de la política de pago de dividendos define una señal útil para el estudio de la inversión empresarial. Concretamente, la ausencia de pago de dividendos constituye un indicador de la presencia potencial de restricciones financieras que afectan a la formación bruta de capital. Al mismo tiempo, el resultado del ejercicio muestra que no existen diferencias significativas entre ambos países en la sensibilidad de la inversión a la evolución de la capacidad de generación de recursos internos en las empresas y en el papel de la política de dividendos como indicador de la posible existencia de restricciones de liquidez.

25.10.2002.