
La situación financiera de las empresas españolas: regularidades empíricas a partir de datos microeconómicos para el período 1985-2001

Este artículo ha sido elaborado por Andrew Benito, del Servicio de Estudios.

1. INTRODUCCIÓN

El comportamiento de las empresas influye en las condiciones macroeconómicas y en la estabilidad del sistema financiero de un país a través de su contribución a la demanda agregada y de sus vínculos con el sistema bancario y los mercados de capitales. Entre los diferentes factores que condicionan dicho comportamiento, la posición financiera de las sociedades ocupa un lugar destacado. Así, por ejemplo, un excesivo endeudamiento puede afectar negativamente a su gasto en inversión o propiciar una recomposición brusca de sus carteras.

Ahora bien, desde el punto de vista de la identificación de los riesgos para la estabilidad macroeconómica y financiera, es preciso tener en cuenta que la fragilidad de unas empresas no tiene por qué compensarse, necesariamente, con la solidez de otras. De este modo, basar la evaluación de la situación financiera de las sociedades en el análisis de indicadores sectoriales agregados, pese a ser informativo, puede, en ocasiones, encubrir debilidades que solo un estudio a nivel desagregado podría de poner de manifiesto. De hecho, el comportamiento de las compañías más expuestas desde el punto de vista financiero resulta, a estos efectos, tan relevante como el comportamiento medio del sector.

Por todo lo anterior, este artículo analiza la evolución de la situación financiera de las sociedades españolas en el pasado reciente, adoptando un enfoque desagregado a nivel de empresa. Los datos microeconómicos permiten analizar hasta qué punto un determinado indicador de vulnerabilidad, como, por ejemplo, un alto grado de endeudamiento, se combina en las empresas más expuestas con otros que, como las bajas tasas de rentabilidad o liquidez, reflejarían potenciales dificultades para hacer frente al pago de dichas deudas.

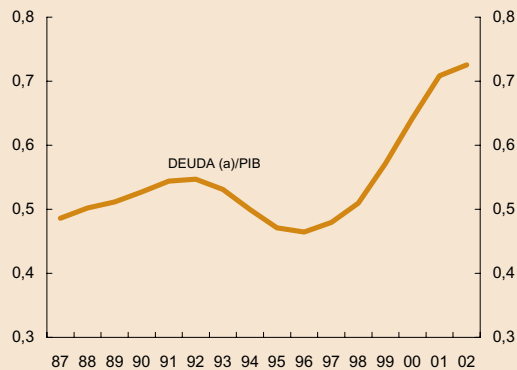
Los datos individuales que se emplean en este trabajo proceden de la Base de Datos Anual de la Central de Balances del Banco de España y cubren el período comprendido entre 1985 y 2001 (1). Esta base de datos se construye a partir de la encuesta a la que anualmente responden alrededor de 8.000 sociedades no financieras españolas (2). Sin embargo, en este artículo se consideran solo las empresas con al menos diez empleados, de modo que se dispo-

(1) Los datos correspondientes a este último año son, no obstante, provisionales.

(2) Para más detalle, véase Banco de España (2001).

GRÁFICO 1

Ratio de endeudamiento del sector de Sociedades no Financieras

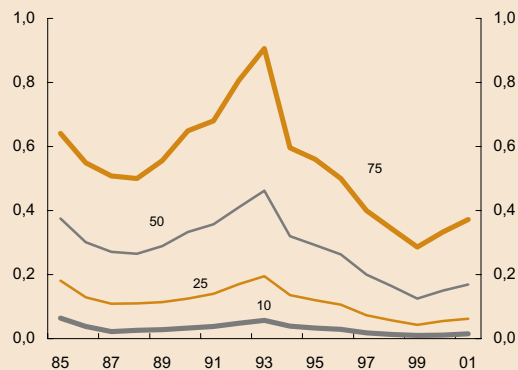


Fuente: Banco de España.

(a) Incluye crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización. El dato del año 2002 corresponde al segundo trimestre.

GRÁFICO 2

**Gastos por intereses de las empresas españolas (a)
Distribución por percentiles**



Fuente: Banco de España.

(a) Intereses por financiación recibida / resultado económico bruto de la explotación.

ne de información para una promedio anual de 3.060 compañías.

2. ANÁLISIS DE LOS DATOS

El endeudamiento agregado de las sociedades no financieras españolas ha mostrado una tendencia creciente en los últimos años. El gráfico 1 muestra su comportamiento en términos de PIB, según la información que proporcionan las Cuentas Financieras de la Economía Española. La deuda ha aumentado desde el 48,6% hasta el 71,7% del PIB entre 1987 y el segundo trimestre de 2002. Parece, pues, oportuno analizar las implicaciones de este incremento de los compromisos financieros de las compañías del sector, a la luz de la evolución de los de las empresas más vulnerables dentro del mismo.

La situación y la política financieras de las empresas suelen caracterizarse mediante un conjunto relativamente amplio de indicadores, que, a menudo, se denominan *de presión financiera*. Entre ellos, es habitual encontrar *ratios* que proporcionan información sobre la rentabilidad, el endeudamiento y la liquidez de las sociedades, variables que en numerosos trabajos teóricos y empíricos determinan el riesgo de quiebra de las compañías. Así, es más probable que una empresa suspenda pagos o quiebre si su volumen de endeudamiento es muy elevado, su rentabilidad muy reducida o si no dispone de la suficiente liquidez. Por ello, en este artículo se examina, fundamentalmente en forma gráfica, la evolución reciente de un conjunto de indicadores de rentabilidad, endeudamiento y liquidez de las sociedades españolas.

Así, en primer lugar, se considera una medida de la carga relativa de la deuda, o, lo que es lo mismo, de la capacidad de la empresa de hacer frente a los pagos de intereses, que se define como la *ratio* entre los gastos financieros y el resultado económico bruto de la explotación. Esta variable constituye un primer indicador de la presión financiera a la que pueden estar sometidas las sociedades. De hecho, las entidades de crédito suelen prestarle una atención especial, como indicador de la solvencia financiera de una compañía, y cuando los préstamos bancarios incluyen cláusulas financieras es frecuente que estas se establezcan en términos de esta *ratio* (3).

La evolución de la distribución (de corte transversal) de esta variable se presenta en el gráfico 2. Concretamente, se muestra, para cada fecha, el nivel de la *ratio* para una serie de percentiles de dicha distribución (en particular, para los percentiles 10, 25, 50 y 75). En cada año, la evolución del percentil 50 (que caracteriza a la compañía *mediana*) puede considerarse representativa del comportamiento de una empresa española «típica» o representativa, mientras que los percentiles más altos reflejan la experiencia de las que registran una presión financiera más elevada. Así pues, el gráfico 2 muestra la variación, en el tiempo y entre estratos de empresas, de este indicador de la carga de la deuda.

Si se considera, en primer lugar, la empresa española representativa, se observa que los

(3) Por ejemplo, obligando al prestatario a que dicha *ratio* no supere un determinado umbral durante la vida del préstamo.

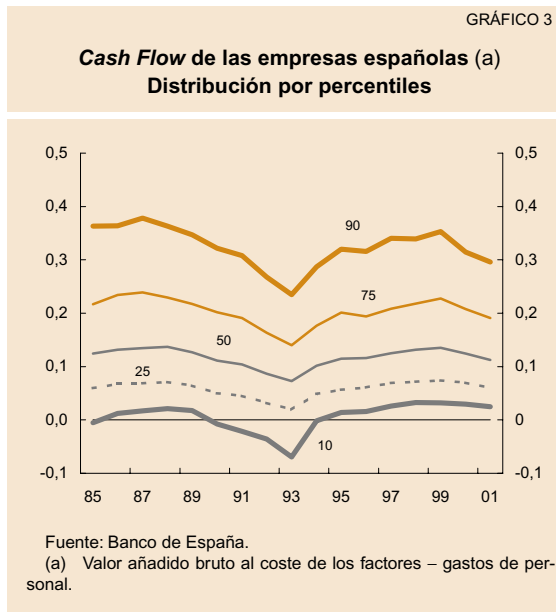
gastos financieros, en relación con el resultado de explotación, se redujeron a mediados de los años ochenta, aunque empezaron a aumentar a finales de esa década, antes de descender de nuevo a medida que se reanudaba el crecimiento tras la recesión de los primeros años noventa. Esta variable alcanzó su máximo en 1993 y, desde entonces, ha disminuido de forma constante hasta el año 1999, a partir del cual ha vuelto a repuntar ligeramente.

La evolución de esta *ratio* refleja el efecto neto de cambios en los tipos de interés, en la rentabilidad empresarial y en el nivel de endeudamiento de las compañías. En este sentido, es importante destacar que la reducción de los tipos de interés a partir de mediados de la década de los noventa (y, consiguientemente, del coste de la deuda) ha beneficiado relativamente más a las sociedades que, de acuerdo con este indicador, resultaban más vulnerables. Así, en el percentil 75 de la distribución, la *ratio* ha pasado de 0,91 en 1993 a 0,37 en 2001. Este comportamiento es positivo desde el punto de vista del análisis de la estabilidad macroeconómica y financiera, y contrasta con la evolución observada durante la recesión: cuando el indicador alcanzó su máximo en 1993, la presión financiera sobre las empresas más vulnerables aumentó comparativamente más que la soportada por la empresa representativa. Esto sugiere que los datos agregados no reflejan adecuadamente la influencia de las compañías más frágiles en la vulnerabilidad del sistema en su conjunto.

En el gráfico 3 se presenta el denominador del indicador anterior— el resultado económico bruto de la explotación— dividido por el total de activos de la empresa (4). Esta *ratio*, que puede considerarse una medida de la rentabilidad del activo, capta la disponibilidad de recursos internos para la inversión y para otros fines.

Merece la pena destacar, en primer lugar, que, como era de esperar, el resultado económico bruto de la explotación es claramente procíclico. Para la empresa representativa, esta *ratio* pasó del 13,7% en 1988 al 7,3% en 1993, momento a partir del cual se ha ido recuperando casi ininterrumpidamente, si bien se redujo ligeramente a partir de 2000, hasta alcanzar el 11,2% en 2001. En segundo lugar, es importante destacar que la experiencia de esta empresa no representa adecuadamente el comportamiento ni de las más rentables (es decir, las que se sitúan en los percentiles más altos) ni de las que están sometidas a una mayor pre-

(4) Cuando se utilizan otros denominadores alternativos razonables, como, por ejemplo, el activo fijo, los resultados que se obtienen son muy similares.



sión financiera (percentil 10). Como muestra el gráfico, en este último caso, el indicador se redujo 9 puntos porcentuales (pp) entre 1988 y 1993 (desde el 2,1% hasta el -7%), frente a los 6 pp que disminuyó en el de la compañía representativa.

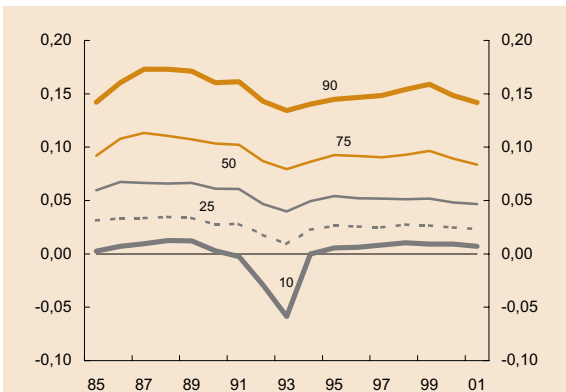
En el gráfico 4 se representa la evolución de otro indicador relevante: el margen de rentabilidad de la empresa, definido como el cociente entre los beneficios después de impuestos y las ventas. De la comparación de esta medida alternativa de rentabilidad con la presentada en el gráfico 3 se desprende un resultado interesante. Este margen de rentabilidad presenta un comportamiento procíclico y, como en el caso del gráfico 3, tanto en los percentiles altos como en los inferiores la *ratio* se redujo durante la recesión de 1993. Sin embargo, la caída fue más pronunciada en el percentil 10, lo que sugiere que las sociedades con menores márgenes tuvieron una menor capacidad para mantenerlos durante esta fase contractiva del ciclo, mientras que las que se sitúan en la parte superior de la distribución consiguieron sostenerlos —lo que podría indicar la existencia de cierto poder de mercado—, al precio de aceptar volúmenes de ventas más bajos (5).

La deuda es también un indicador importante de presión financiera sobre las empresas, en la medida en la que la necesidad de hacer fren-

(5) No obstante, en el período posterior a 1995 no hay evidencia de que se haya producido un descenso de los márgenes en la cola inferior de la distribución, lo que contrasta con los resultados obtenidos en un estudio anterior sobre sociedades cotizadas en el Reino Unido, donde se encontró un acusado incremento de la dispersión y un descenso de la rentabilidad en el percentil 10 de la distribución. [Benito y Vlieghe (2000)].

GRÁFICO 4

**Margen de rentabilidad sobre ventas de las empresas españolas (a)
Distribución por percentiles**

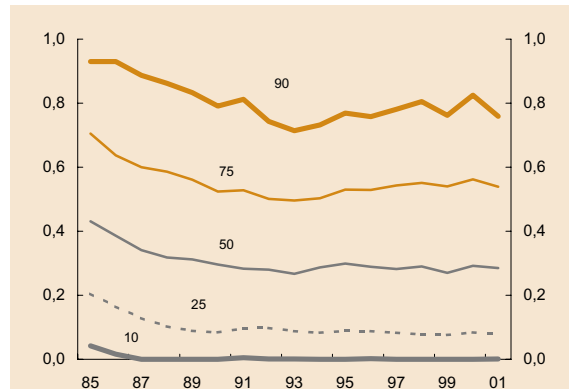


Fuente: Banco de España.

(a) (Resultado neto total + intereses por financiación recibida + impuesto sobre los beneficios) / ventas nominales.

GRÁFICO 5

**Endeudamiento de las empresas españolas (a)
Distribución por percentiles**



Fuente: Banco de España.

(a) Deuda / (recursos propios + recursos ajenos a largo plazo + financiación a corto plazo con coste).

te al pago del principal y los intereses de la misma aumenta la exposición de la compañía a posibles perturbaciones. La distribución de esta variable se presenta en el gráfico 5, donde se normaliza el nivel de deuda de las sociedades por sus activos totales, si bien hay que señalar que el empleo de denominadores alternativos para esta *ratio* de endeudamiento produce resultados similares.

El primer resultado que destaca del gráfico 5 es la notable estabilidad de la distribución de corte transversal de esta variable. Es importante subrayar, no obstante, que, por construcción, esta estabilidad es coherente con los aumentos de la *ratio* agregada de deuda para el conjunto del sector que se comentaron al comienzo de esta sección. De hecho, agregando la información individual de las empresas representadas en el gráfico 5 se obtiene un incremento del endeudamiento total del 25,8% en 1997 al 30% en 2001 (6).

Esta aparente paradoja podría explicarse por el hecho de que fueran las grandes empresas las que aumentaran más sus niveles de endeudamiento, o bien en el caso de que las empresas más endeudadas experimentarían unas tasas de crecimiento de sus activos más elevadas. Simplemente por el modo en que se construyen las variables, estos comportamientos implicarían un incremento de la *ratio* agregada,

(6) La estabilidad de la distribución de corte transversal del endeudamiento entre las empresas españolas contrasta con los resultados obtenidos para las sociedades cotizadas del Reino Unido, donde se observa un marcado incremento de la dispersión en los últimos años [Benito y Vlieghe (2000)].

pero no de las correspondientes a cada percentil de la distribución, para las que el tamaño de la empresa no desempeña ningún papel.

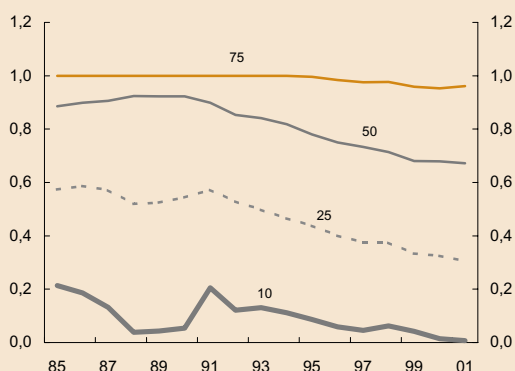
Para comprobar esta hipótesis, se repitieron los gráficos anteriores (y también los que se comentan más tarde) ponderando las distribuciones de los cocientes por las ventas de las empresas individuales. Es decir, una vez ordenadas las compañías de menor a mayor en función de los distintos indicadores, los percentiles se obtienen no sobre el número total de empresas, sino sobre sus ventas totales acumuladas. Como cabía esperar, la *ratio* de endeudamiento deja de ser estable y muestra un incremento importante, sobre todo al final del período analizado.

En el gráfico 6 se presenta otro indicador relacionado con el endeudamiento de las empresas: la *ratio* entre deuda a corto plazo y deuda total. Valores altos de este indicador suponen, al menos potencialmente, mayor presión para las compañías en el momento de refinanciar sus activos o a la hora de decidir los empleos de sus beneficios corrientes o de la liquidez disponible. En este gráfico se observa una característica interesante: la tendencia general entre las sociedades a aumentar la proporción de deuda a largo plazo. Para la empresa representativa, la *ratio* ha pasado del 92,2% en 1990, al 67,2% en 2001. En 1988, el 41,6% de las sociedades solo tenían deuda a corto plazo, porcentaje que se ha reducido hasta situarse en el 18,2% en el año 2001.

En el corto plazo, es probable que la liquidez sea el factor fundamental que determine si una compañía puede hacer frente al pago de sus deudas, aunque en el medio plazo tendrá

GRÁFICO 6

Ratio de deuda a corto plazo de las empresas españolas (a)
Distribución por percentiles



Fuente: Banco de España.

(a) Deuda a corto plazo / deuda total.

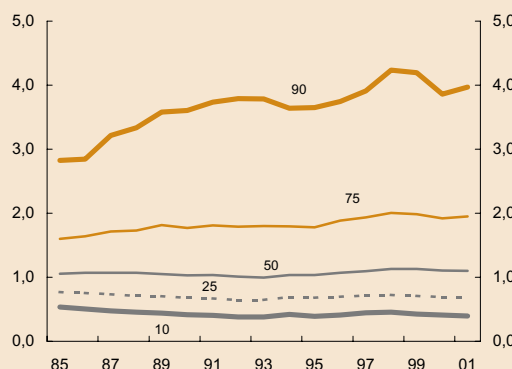
que ser rentable para poder seguir afrontando sus obligaciones con los prestamistas y, si es solvente, debería ser capaz de obtener financiación de manera relativamente rápida, siempre que el sistema financiero funcione eficientemente. El gráfico 7 muestra la evolución de la *ratio* de liquidez, definida como el cociente entre el efectivo y otros activos líquidos y la deuda a corto plazo.

El valor de este indicador para la empresa representativa no ha experimentado grandes oscilaciones en el tiempo, situándose en torno a 1,05. El análisis del comportamiento del percentil más bajo del gráfico indica que las compañías más vulnerables en relación con su liquidez también han mantenido una *ratio* relativamente estable a lo largo de este período.

Una segunda ventaja de los datos microeconómicos es que permiten examinar hasta qué punto se combinan en un determinado grupo de empresas indicadores que podrían revelar la existencia de una cierta presión financiera. Así, por ejemplo, es importante conocer la liquidez, el endeudamiento y, en general, las características financieras más relevantes de las empresas menos rentables. En este sentido, los datos muestran que el cuartil (percentil 25) menos rentable de las empresas españolas en el año 2001 mostraba niveles de endeudamiento similares a los de las compañías más rentables (es decir, las situadas en el cuartil superior), siendo su *ratio* media de endeudamiento de 0,31 (0,26, en el caso de las más rentables). Sin embargo, su indicador de liquidez era ligeramente inferior, aunque se situaba en un nivel (2,11) que revela cierta holgura para hacer frente a las deudas a corto plazo.

GRÁFICO 7

Liquidez de las empresas españolas (a)
Distribución por percentiles



Fuente: Banco de España.

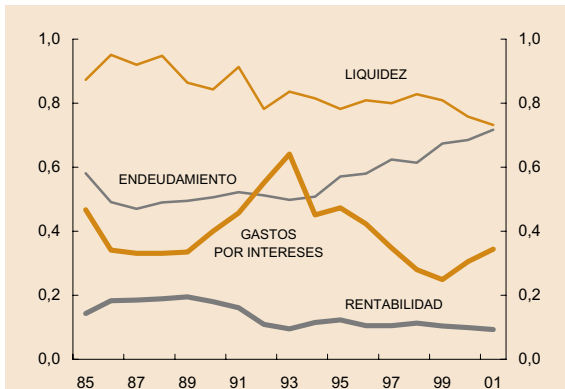
(a) (Recursos generados + activos a corto plazo) / deuda a corto plazo.

En esta misma línea, las empresas más endeudadas en el año 2001 también mostraban una situación financiera relativamente solvente, con un rendimiento medio de los activos del 9,3% y suficiente liquidez para cubrir su deuda a corto plazo (el correspondiente indicador se situaba en 0,73). Además, dado que es posible obtener información repetida sobre una misma sociedad en diversos períodos (al menos, para la mayoría de ellas) es interesante también analizar cómo se han comportado estas compañías más endeudadas a lo largo del tiempo.

En el gráfico 8 se presentan las *ratios* medias de apalancamiento, de rentabilidad y de liquidez de las sociedades que, en 2001, se situaron en el cuartil superior de endeudamiento. El gráfico muestra que estas empresas han acumulado deuda a una tasa bastante rápida [su *ratio* mediana creció desde el 41,2% en 1992 hasta el 71,7% en 2000 (7)], al tiempo que su rentabilidad y su liquidez han descendido. Dicho descenso, sin embargo, ha sido moderado y los niveles en los que se sitúan los indicadores no reflejan una situación de fragilidad financiera. Además, el gráfico muestra también el cociente entre los gastos financieros y el resultado de explotación e ilustra que, pese al creciente endeudamiento, la carga financiera asociada se ha reducido también en ese mismo período, como consecuencia de la importante disminución de los tipos de interés. Ahora bien, es preciso tener en cuenta que las menores ta-

(7) La caída registrada en 2001 es aún difícil de valorar, dado que los datos disponibles son, como se comentó en la nota 1, provisionales. En todo caso, es posible que los procesos de saneamiento de sus pasivos acometidos por algunas de las grandes empresas españolas más endeudadas ayuden a explicar esta evolución.

GRÁFICO 8

Ratios de las compañías con mayor endeudamiento en el año 2000 (a)

Fuente: Banco de España.

(a) Medianas de las *ratios* de las empresas que, en 2000, se situaban en el percentil 90 de la distribución del endeudamiento.

sas de inflación registradas en los últimos años han reducido el alivio que, en el pasado, suponía para los prestatarios la erosión en el valor real de sus deudas causada por el aumento de los precios.

3. CONCLUSIONES

El análisis llevado a cabo en este trabajo pone de manifiesto el valor añadido que, para la valoración de los riesgos para la estabilidad macroeconómica y financiera, supone el análisis detallado de los datos desagregados que caracterizan la situación financiera individual de las empresas. En particular, dicho análisis complementa el que se puede realizar a partir de los datos agregados del sector y permite identificar los momentos en que este último puede infra o sobrevalorar los riesgos realmente existentes.

En este sentido, de acuerdo con los resultados de este artículo, en los períodos de mayor fragilidad financiera general, como el registrado durante la recesión de 1993, la presión experimentada por las compañías más vulnerables desde el punto de vista financiero fue aún mayor que lo que indican las cifras agregadas o medias. Así pues, en esos períodos, los datos agregados tienden a sobreestimar el grado de solidez financiera del sistema.

Asimismo, cabe destacar también que el comportamiento del sector empresarial español entre 1985 y 2001 ha resultado compatible con el logro de un alto grado de estabilidad macroeconómica y financiera. En particular, la reducción de la carga financiera desde mediados de la década de los noventa se ha dejado sentir

con mayor intensidad en las empresas más vulnerables. Los niveles de rentabilidad se han mantenido elevados y las sociedades españolas han ido reduciendo progresivamente su dependencia de los pasivos a corto plazo, al tiempo que han mantenido unas *ratios* de liquidez altas y estables. Un aspecto menos positivo del proceso ha sido el elevado ritmo al que algunas empresas —sobre todo las más endeudadas— han acumulado nuevas deudas, aunque la situación financiera de estas compañías, globalmente considerada, sigue siendo suficientemente sólida.

20.11.2002.

BIBLIOGRAFÍA

BANCO DE ESPAÑA (2001). *Central de Balances. Resultados de las empresas no financieras. 2000.*

BENITO, A. y G. Vlieghe (2000). «Stylised facts on corporate financial health: evidence from micro-data», *Bank of England Financial Stability Review*, junio, pp. 83-93.

APÉNDICE

Gastos por intereses = Intereses por financiación recibida / Resultado económico bruto de la explotación.

Resultado económico bruto de la explotación = Valor añadido bruto al coste de los factores – Gastos de personal.

Valor añadido al bruto al coste de los factores = Valor de la producción – Consumos intermedios.

Valor de la producción = Importe neto de la cifra de negocios y otros ingresos de explotación.

Consumos intermedios (incluidos impuestos) = Compras netas + Otros gastos de explotación.

Margen de beneficios = (Resultado neto total + Intereses por financiación recibida + Impuesto sobre los beneficios) / Ventas nominales.

Resultado neto total = Recursos generados – Amortizaciones, provisiones y otros.

Recursos generados = Resultado económico bruto de la explotación + Ingresos financieros – Gastos financieros – Impuesto sobre beneficios.

Ratio de endeudamiento = Deuda / (Recursos propios + Recursos ajenos a largo plazo + Financiación a corto plazo con coste).

Ratio de deuda a corto plazo = Deuda a corto plazo / Deuda total.

Ratio de liquidez = (Recursos generados + Activos a corto plazo) / Deuda a corto plazo.