

---

## INTRODUCCIÓN GENERAL

---

*Todos los gráficos y cuadros de este estudio se integran en un anexo estadístico que se distribuye separadamente en la Red ([www.bde.es](http://www.bde.es)). Este capítulo incluye los más relevantes, manteniendo la misma numeración que en el anexo estadístico, lo que explica los saltos de numeración existentes.*

*Con las contribuciones de Concepción Artola, Ana Esteban, Ignacio Hernando, Manuel Ortega, Annie Sauvé, Teresa Sastre, André Tiomo y Alain Tournier, que representan las opiniones personales de los autores y no necesariamente reflejan los puntos de vista del Banco de Francia y del Banco de España.*

## I. NECESIDAD DEL ANÁLISIS DE LAS EMPRESAS INDUSTRIALES EUROPEAS

El siglo XX, como también ocurre con los que le han precedido, está repleto de hechos tan significativos que difícilmente se puede llegar a un acuerdo sobre cuál es el fenómeno que mejor caracteriza el devenir de los cien años que lo completan. A pesar de ello, y desde la nueva perspectiva del siglo en el que se elabora este documento (marcado por las tecnologías de la información y las comunicaciones), no sería extraño destacar, en el terreno económico, *la importancia trascendental que la industria ha tenido en el siglo que acaba de concluir*. La simple comparación de la vida diaria de los ciudadanos entre 1900 y 2000, y la de las sociedades en las que estos se organizan, ofrece evidencias claras del impacto que la actividad industrial ha tenido en el período referido. El avance del siglo ha visto la paulatina traslación de la población de los campos a las ciudades y, paralelamente, de las actividades agrícolas y ganaderas a las industriales, para, posteriormente, pasar de estas a las de servicios. La lenta pérdida de peso de las actividades industriales en beneficio de las de los servicios en el total de 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 y *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 primera línea, 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 de competitividad.

Ese cambio y ese reto han sido de capital importancia en el ámbito geográfico europeo. En la última parte del siglo, en él se ha dado, con carácter diferencial respecto de otras áreas económicas, un proceso de construcción de un mercado único, que cristaliza finalmente en la creación de una moneda común. Todo ello justifica sobradamente el interés por conocer detalladamente la evolución de las empresas industriales europeas, tanto desde una perspectiva agregada y macroeconómica como desde otra microeconómica o empresarial. La realización de este tipo de análisis es factible con la información individual de las empresas industriales disponible en 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 (1), puso de 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. Los documentos «Equity of European

---

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

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 manufactureras alemanas, austriacas, francesas, españolas e italianas, y su relación con los activos en los que invierten las empresas. Los trabajos referidos pusieron de manifiesto la importancia de analizar, conjuntamente con las cuentas anuales de las sociedades no financieras disponibles, la información del escenario económico, relevante para explicar las diferencias encontradas entre países y, singularmente, las variables del entorno (denominadas aquí «factores institucionales»). De forma muy sumaria, los estudios, que están a disposición de los lectores interesados, mostraron la existencia de diferencias significativas en las estructuras financieras, vinculadas a la variable tamaño de la empresa antes que al sector de actividad. Finalmente, como se ha dicho, se apreció que los factores institucionales (fiscalidad, derecho concursal, acceso a la financiación del sistema bancario, relación banca-empresa, etc.) tenían una gran influencia en el tema objeto de estudio, propiciando la diferenciación de los países analizados en dos áreas de comportamiento (Francia y España muestran muchos elementos en común, frente al grupo de Austria, Alemania e Italia, aunque este en menor medida), si bien no se pudieron analizar en detalle dichos factores.

Los resultados de los estudios confirmaron la validez del enfoque por el que se utilizan los datos existentes en las centrales de balances (aunque estas, como se verá posteriormente, no constituyen muestras estadísticas) y la conveniencia de ahondar en el análisis del entorno, por medio de estudios bilaterales entre países. Los bancos centrales francés y alemán decidieron profundizar en el estudio previo, elaborando para ello el documento «Corporate Finance in Germany and France. 1999», cuyos resultados han sido ampliamente difundidos, mediante ediciones completas del mismo y, también, en forma resumida, en los boletines económicos de ambas instituciones.

## 2. LAS EMPRESAS INDUSTRIALES FRANCESAS Y ESPAÑOLAS

Siguiendo el enfoque de fondo descrito en el epígrafe previo, esto es, la utilización de cuentas anuales individuales de empresas y el estudio de las variables del entorno significativas, las centrales de balances del Banco de Francia y del Banco de España han analizado el agregado de empresas industriales de ambos países, en el período de 1991 a 1999. El estudio no se ha limitado al análisis de la estructura financiera, como se hiciera en los referentes previamente aludidos, sino que ha extendido su objeto al análisis de los resultados de las empresas, en una acepción amplia del término; es decir, el contenido de la cuenta de resultados (ingresos, gastos y excedentes) y las *ratios* derivadas (directamente de la cuenta de resultados, o bien por comparación con información de balance, como es el caso de la rentabilidad o de los períodos medios de cobro y pago). Para ofrecer un panorama completo de la situación y evolución de los negocios industriales se añade al estudio información sobre el empleo, relacionándolo con las variables contables significativas. 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, conlleva que el estudio limite su referencia temporal al año 1999 y no contemple información de 2000 (2), disponible en el momento de la edición del estudio en ambas centrales de balances, pero en proceso de depuración cuando el documento estaba en desarrollo. La ausencia de ese año en el estudio no afecta a los principales resultados obtenidos, dada la naturaleza misma del trabajo: *el objetivo del análisis es detectar las diferencias y similitudes existentes entre las empresas industriales de ambos países, antes que realizar un estudio de coyuntura sobre la evolución reciente del agregado.*

Se ha preferido facilitar a los lectores interesados toda la información elaborada en la redacción del documento y, al mismo tiempo, reducir al máximo el contenido de la parte principal del texto. Para ello, los capítulos I a IV, en los que se divide el documento, que son presen-

---

(2) También el año 2001 está disponible, y el 2002 casi lo estará en el momento en el que se edite esta traducción de la versión original en inglés, realizada por ambas instituciones.

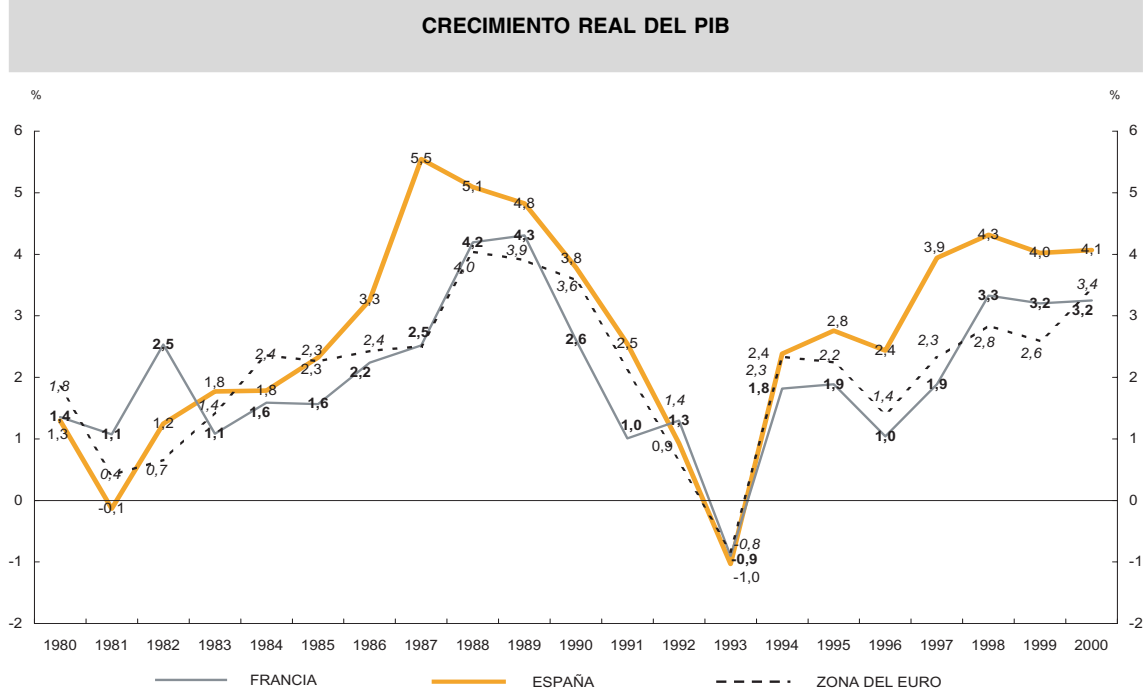
tados en los puntos siguientes, se han aligerado de las referencias al entorno macroeconómico de largo plazo, los apartados descriptivos relativos a los factores institucionales y las estadísticas de detalle (las estadísticas principales se recogen dos veces, en el texto, junto con los comentarios, y en el anexo estadístico), que son editados, al final del texto, en forma de anexos. El anexo estadístico se publica solamente en la versión electrónica.

## 2.1. La paulatina convergencia entre España y Francia. El entorno macroeconómico

El análisis de los datos de las balanzas de pagos de ambos países pone de manifiesto tanto el grado creciente de interdependencia entre ambas economías como la necesidad de conocer las semejanzas y diferencias entre las empresas no financieras de ambos países. Si *Francia es para España su principal cliente y proveedor* (en 1999, el 13% de las exportaciones españolas de bienes tenían por destino Francia y el 15% de las importaciones españolas de bienes provenían de ese país), no es menos destacable que el comercio bilateral entre ambos países, en la década de los noventa, ha sido netamente positivo para Francia. A finales de esta década, la economía española se ha mostrado más abierta que la francesa. En España, el peso de las exportaciones e importaciones sobre el PIB alcanzó el 27% y 29%, respectivamente, frente al 26% y 24% registrado en Francia. El capítulo I «Las economías francesa y española: una perspectiva macroeconómica» facilita la comprensión de la rápida *convergencia* que se ha producido entre ambas economías en la última década (véase gráfico I.1), debido al proceso de *catching up* desarrollado por la economía española, y ofrece algunas referencias que enmarcan la evolución de las empresas industriales en su entorno macroeconómico (crecimiento económico, comercio exterior, ahorro, inversión y financiación, mercado de trabajo, costes y precios, y condiciones monetarias y financieras). Esas referencias informan, además, de las razones que subyacen en las diferencias entre los balances y *ratios* detectadas en ambos países; la convergencia, nominal y real, de los noventa no evita que persistan aspectos diferenciadores. Así, por ejemplo, la fuerte reducción del diferencial de precios pervive junto con el fenómeno de la *inflación dual* existente en ambos países, pero con mayor incidencia en España; por su parte, las capacidades de financiación mostradas por la Contabilidad Nacional en ambos países, en un contexto de incremento del ahorro nacional bruto, se materializó en Francia en financiación neta al exterior; por los procesos de adquisición de empresas filiales, en tanto que en España dicho ahorro pudo cubrir la intensa actividad inversora realizada por la economía española en el proceso de *catching-up* referido. El anexo I «Fundamentos del crecimiento económico en Francia y en España» realiza un breve repaso del *proceso de convergencia real* entre ambos países a lo largo de *los últimos treinta años*, en los que se ha producido la paulatina aproximación de *España a Francia* y Europa, al que no han sido ajenos los cambios realizados en España en su mercado de trabajo y la intensidad de la inversión pública en ese período. Asimismo, se detiene en los condicionantes del proceso y destaca los factores de *competitividad y productividad* de ambos países (*infraestructuras, capital humano, inversión en tecnología*), en los que *Francia presenta una mejor posición respecto de España*. Por último, el anexo II resume la regulación existente en los mercados de trabajo español y francés en el momento de elaboración del documento, en las materias que afectan o pueden afectar a la contratación de empleados por parte de las empresas (salario mínimo, sistema de negociación colectiva, condiciones de despido, tipos de contrato, etc.) y, en el caso de España, hace una referencia histórica a los principales cambios realizados en los últimos años, respecto de la liberalización del mercado de trabajo.

## 2.2. Población de empresas, muestras y homogeneización contable

Para analizar correctamente los resultados del estudio, procedentes de las cuentas anuales declaradas por las empresas a las centrales de balances, es necesario estudiar qué parte de las diferencias puede atribuirse a la distinta composición de la población empresarial y qué parte a las muestras disponibles (que no son estadísticamente representativas de las poblaciones) y, por



Fuente: Base de datos ADB, de la OCDE.

último, las prácticas contables utilizadas en ambos países y su incidencia en los resultados. El capítulo II y su anexo estadístico facilitan detalles completos sobre la composición de la población de las sociedades no financieras francesas y españolas, del conjunto de la industria y de las muestras utilizadas. Adicionalmente, informa sobre las características generales de las centrales de balances española y francesa y, finalmente, facilita las referencias metodológicas sobre la homogeneización a la que se han sometido los datos de ambos países, para eliminar las diferencias contables existentes en la información de base, lo que ha conllevado la eliminación de algunas partidas y la estimación de otras. Como se verá más adelante, en relación con lo primero, esto es, la estructura de la población, el estudio pone de manifiesto tanto la mayor dimensión media de las empresas francesas respecto de las españolas, en todos los estratos de tamaño analizados, como un mayor grado de terciarización, aunque ligero, de las empresas francesas. Las muestras disponibles, por su parte, presentan en ambos países un sesgo hacia las grandes sociedades y la industria.

### 2.3. Resultados de la comparación entre las empresas industriales españolas y francesas

El capítulo III presenta el resultado de la comparación de la información disponible en las centrales de balances española y francesa sobre las industrias de ambos países, mediante un texto, un anexo estadístico y varios anexos de texto (anexos III a VIII), que informan al lector interesado sobre el grado de influencia en las diferencias detectadas de los llamados, en este documento, «factores institucionales».

El capítulo se estructura en dos apartados. El primero analiza las principales diferencias registradas entre las estructuras de balance. En relación con esta parte del estudio, se destacan algunas de las conclusiones alcanzadas:

- *Mayor peso de los activos fijos materiales en las industrias españolas respecto de las francesas (13 puntos, por término medio), lo que no afecta, como se verá, a las ratios de ren-*

tabilidad. Varios factores explican esta diferencia, entre otros, el distinto peso de los activos adquiridos en *leasing* (mayores en Francia), que no han sido incluidos en el balance para homogeneizar la información entre los dos países. El anexo III informa con cierto detalle sobre las características de la adquisición de activos mediante este tipo de contratos en ambos países. El mayor peso de los activos financieros en Francia (al que se hace referencia en el siguiente punto), la menor antigüedad media del equipo instalado en España y el que las leyes de actualización de balances sean más recientes en España explican la singularidad detectada en los balances de las empresas de los dos países.

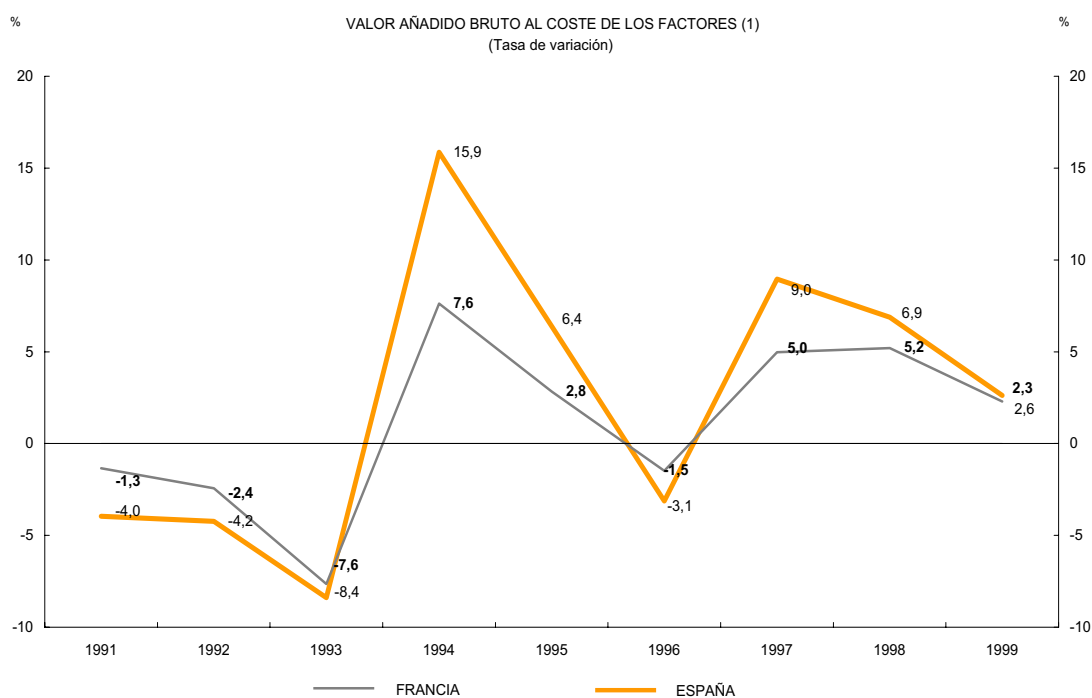
- *Mayor madurez de las industrias francesas en la organización de empresas en grupos de sociedades*, con un desfase temporal de las sociedades españolas, que solo han comenzado a seguir ese patrón al final de los noventa. El mayor peso de las inversiones financieras en acciones y participaciones de las sociedades francesas (8 puntos por encima de las españolas) estaría mostrando el fenómeno aludido. El anexo IV, que facilita un repaso general a los sistemas financieros francés y español, puede ayudar a entender la interrelación que existe entre las características estructurales de los balances (tanto de activo como de pasivo) y la organización de los sistemas financieros. Como exponente de la mejora en las *técnicas de gestión*, los *stocks de existencias se han reducido en ambos países de forma ininterrumpida* en el período considerado.
- *Paulatina convergencia en el peso de los activos y pasivos comerciales en ambos países*, con notables diferencias por tamaño de empresa, debido a la positiva posición negociadora relativa de las grandes empresas.
- *Gradual convergencia en ambos países en sus estructuras de financiación y, del lado del activo, en la división entre activos fijos y circulantes.*
- *El período medio de maduración (cobro de clientes) no ha convergido en todos los tamaños de empresa: permanece más elevado en el caso de las pequeñas y medianas empresas españolas*, lo que debería considerarse una llamada de atención sobre las prácticas comerciales empleadas, por el sobrecoste financiero implícito derivado para el conjunto de las sociedades españolas, en comparación con sus homólogas francesas.
- *Pérdida de peso de la deuda financiera y, dentro de esta, de la financiación intermediada por las entidades de crédito* en ambas economías, si bien este fenómeno no afecta a todos los tamaños de empresa por igual. El anexo V facilita una revisión de la regulación y procedimientos determinados en la legislación concursal en ambos países, el tratamiento de la quiebra y las suspensiones de pago, mostrando la similitud que existe entre ambos sistemas. Cabe concluir que las diferencias que hay en la estructura financiera de algunos tamaños de empresas no se derivan de este factor.

En relación con las estructuras de financiación, el anexo VI se detiene en el estudio de los sistemas de previsión social financiados o promovidos por las empresas a favor de sus empleados (fondos de pensiones y, en Francia, *Epargne Salariale*), que explican el relativamente bajo peso que estos pasivos tienen en los balances de las empresas.

El segundo apartado estudia los flujos corrientes recogidos en las cuentas de resultados, la evolución del empleo y el comportamiento de la inversión. En relación con esta segunda parte del capítulo, cabe destacar:

- Las industrias de los dos países muestran que su *actividad y capacidad de generación de recursos están íntimamente unidas a la evolución del ciclo económico general y que, por ello,*

## TOTAL DE LA INDUSTRIA (MUESTRA)



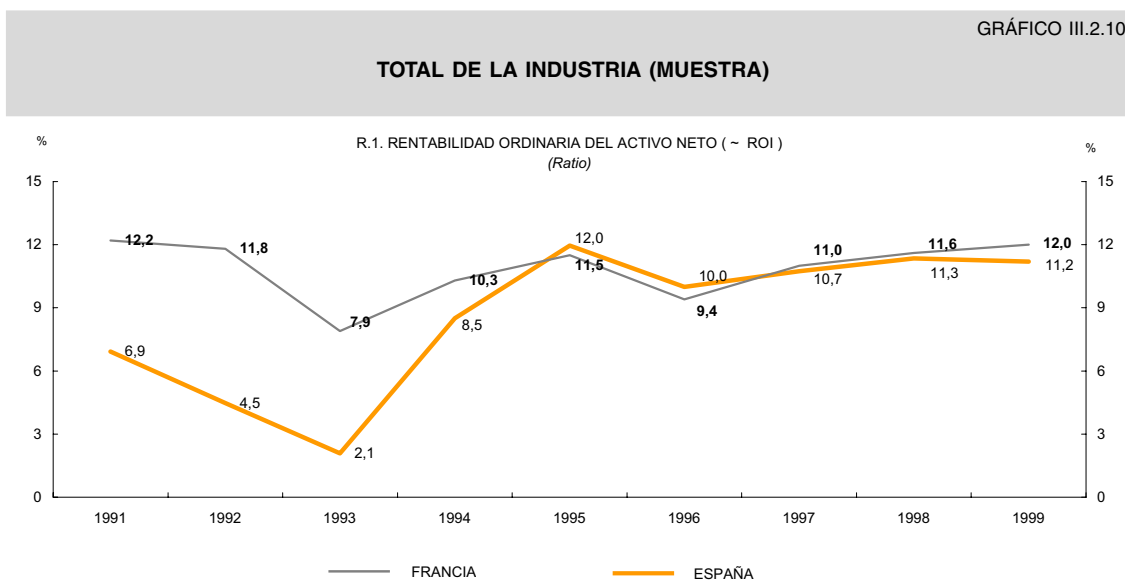
Fuentes: Banco de España y Banco de Francia.

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

están conectadas entre sí. En el caso de España, las fluctuaciones son relativamente más intensas que en Francia, tanto en las etapas de crecimiento, en las que son especialmente intensas, como en las de caída de la actividad (véase gráfico III.2.1).

- Las industrias de ambos países se han visto sometidas a una *presión sobre sus excedentes, debido al crecimiento de las remuneraciones medias por encima del nivel general de precios*. Este comportamiento, que podría estar propiciando una pérdida de competitividad respecto de otros países, no afectó a la capacidad de generación de empleo de las empresas industriales españolas y, en menor medida, a la de las francesas. El análisis del peso de los gastos de personal sobre la cifra de ventas muestra que ambos países redujeron su porcentaje de participación, si bien la reducción fue más intensa en las empresas españolas. Este hecho viene influido por las diferentes contribuciones de las empresas al sistema de Seguridad Social en cada país. El anexo VII informa con más detalle sobre esta materia.
- Por el contrario, y en sentido positivo, tanto las industrias españolas como las francesas, a las que ha beneficiado el proceso de creación de la moneda única, han experimentado una *caída sin precedentes en el coste financiero, nominal y real*. Al final del período, las empresas de ambos países están en igualdad de competencia, al tener que hacer frente a un coste de la financiación idéntico en la práctica. En un contexto de reducción de la apelación a los mercados crediticios, hasta casi el final de la década, la caída en el coste de la financiación vino acompañada de una reducción en los gastos financieros. Con ello se propició la generación de recursos con los que hacer frente a los proyectos de inversión en sentido amplio, en formación bruta de capital y en la toma

GRÁFICO III.2.10



Fuentes: Banco de España y Banco de Francia.

de posición en otros sectores de actividad y economías. El paulatino proceso de convergencia entre las industrias de ambos países queda fielmente reflejado en la evolución de *las ratios de rentabilidad, que prácticamente se solaparon al final de la década.* (véase gráfico III.2.10).

A pesar del excelente nivel de rentabilidad, la inversión, desde un punto de vista teórico, viene influida por esta *ratio*, y tuvo un comportamiento tendencial similar a lo largo de la década, y dispar en los dos últimos años observados en ambas economías (en 1998 y 1999, ascendente en España, descendente en Francia). Los datos disponibles para 2000 y 2001 evidencian la caída de la inversión también en las industrias españolas, en un marco de elevados niveles de rentabilidad. Este hecho pone de manifiesto dos fenómenos que interesa destacar:

1. El camino seguido por las empresas industriales francesas, que optaron en la segunda mitad de los noventa por invertir fuera de sus fronteras para afrontar el reto de la internacionalización y globalización, es un campo en el que ya se están adentrando las empresas españolas. Quizá pueda ser este un síntoma de la madurez de las industrias de ambas economías, pero sin duda es también un aviso sobre el cambio en las reglas del juego, eminentemente doméstico, que son de sobra conocidas por estas empresas; las expectativas de rentabilidad que encuentran en esas inversiones también podrían venir unidas a un mayor grado de incertidumbre y riesgo. No obstante, parece evidente que no es posible abstraerse del mismo, por lo que debe valorarse positivamente que las industrias europeas estén afrontando el reto sin dilación.
2. La imagen que muestran los datos aportados por las empresas matiza la información que se obtiene de los agregados de la Contabilidad Nacional, en la medida en que la singulariza para unas empresas concretas (las de mayor dimensión, que sesgan, como se ha dicho, el agregado objeto de estudio). Este hecho, además de explicar la mayor intensidad mostrada por las tasas de variación de la inversión de estas empresas, reafirma la importancia de realizar este tipo de estudios, a partir de las cuentas anuales de las empresas, y sirve para contrastar la evolución de los negocios y para el análisis macroeconómico.



## **2.4. Inversión y restricciones financieras en Francia y España, un estudio a partir de datos individuales de empresa**

Un último objetivo del proyecto de investigación conjunto, que se presenta en el capítulo IV, ha sido determinar si ambos países comparten pautas de comportamiento en las decisiones de inversión de sus empresas industriales, ante restricciones de liquidez o financiación. Con este fin, se presenta un contraste de exceso de sensibilidad de la inversión a la generación interna de recursos, basado en la estimación de un modelo estándar de inversión de ecuación de Euler, derivado de Bond y Meghir (1994). El análisis realizado emplea como fuente de información la correspondiente a un significativo subconjunto de las empresas utilizado en el capítulo III, lo que permite obviar uno de los principales problemas a los que se enfrenta este tipo de trabajos; a saber, la falta de homogeneidad de la información de base de los países objeto de comparación, que, como se expone en el capítulo II, ha sido eliminada prácticamente en su totalidad en este trabajo. El estudio muestra en ambos países (para los que no se encuentran diferencias significativas) la sensibilidad de la inversión ante la evolución de la capacidad de generación de recursos internos en las empresas (*cash-flow*) y, al mismo tiempo, define una señal útil para el análisis de la inversión empresarial: la política de pago de dividendos (su ausencia, en concreto) constituye un indicador de la presencia potencial de restricciones financieras que afectan a la formación bruta de capital.