

Vicente García Martín y Manuel Angel Fernández Gámez, *Solvencia y rentabilidad de la empresa española (Estudio teórico-empírico)*, Instituto de Estudios Económicos. Madrid, 1992.

La empresa es una sugerente realidad económico-financiera que ofrece múltiples datos cuantitativos y cualitativos al observador externo y que, por tanto, es susceptible de diferentes aproximaciones a su estudio y caracterización.

En este caso, la aproximación procede de dos observadores de la realidad empresarial española entre los años 1983 y 1990 que se sitúan sobre una atalaya especialmente cualificada, Vicente García Martín es Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de Málaga y Manuel Angel Fernández Gámez es Profesor Titular de igual especialidad en dicha Universidad, y que cuentan con una amplia experiencia profesional en el análisis de empresas. Su estudio se hace bajo la perspectiva del sistema de información contable empresarial y sobre la base de datos que proporciona la Central de Balances del Banco de España. Y sus aportaciones al "estado de la cuestión" del análisis económico-financiero empresarial se insertan tanto en la línea de fundamentación teórica de ese análisis, al proponer un modelo basado en la solvencia y la rentabilidad, como en la de su aplicación empírica, referida a una utilización de los agregados de la Central de Balances que incide en la distinción entre empresas públicas y privadas y entre empresas grandes y pequeñas.

Además, y a modo de marco de referencia en el que plantear el estudio, los autores reivindican la aplicación de los principios de economía de mercado, de gestión continuada, de la mejor asignación de los recursos y de la regularidad en el comportamiento de las magnitudes económico-financieras de la empresa para propiciar el enfoque predictivo.

El resultado de todo ello es un libro correcto en los objetivos y en la forma pero discutible en el fondo, cuya lectura resulta imprescindible para todo analista de la empresa; aunque sea más para contrastar sus propios esquemas de evaluación y sus pautas metodológicas con los que proponen los autores, que para encontrar en ellos la respuesta al análisis económico-financiero empresarial. Cuestión ésta que trataremos de fundamentar brevemente, apelando a la solicitud que los propios Vicente García Martín y Manuel Angel Fernández Gámez hacen en su prólogo, respecto de las eventuales sugerencias que se les puedan formular para la mejora de su trabajo.

La estructura del libro responde fielmente al título, y tras un prólogo y una introducción que los autores utilizan, respectivamente, para justificar la obra y recordar las variables, económicas y financieras, de fondo y de flujo, sobre las que se aplica el análisis económico-financiero empresarial, se ofrecen sendas partes netamente diferenciadas que se aplican el estudio teórico y empírico de la solvencia y la rentabilidad.

Bajo el prisma formal, el libro resulta así adecuado, aunque adolece de algunas carencias relevantes y puede ser objeto de crítica tomando como base, precisamente, el marco de referencia que eligen los autores.

Probablemente estén implícitas en la realización del libro las precisiones sobre la postura de observador externo que inspira el análisis que se propone y verifica, así como las conclusiones que se van desgarrando a lo largo de sus páginas, pero el lector puede echar en falta una reflexión explícita sobre aquella postura externa, que limitará el alcance del estudio final, y un apartado concreto en el que se refundan y sinteticen sus múltiples conclusiones, para no caer en un prolijo y poco fructífero casuismo. Lo que, en ningún caso, tiene justificación es la ausencia total de referencias bibliográficas en el libro; máxime cuando se alude a criterios usuales de análisis económico-financiero que están profusamente tratados en la literatura especializada, o a diferentes publicaciones de la base de datos de la Central de Balances que han padecido múltiples

transformaciones a lo largo de tiempo y que, de cara al lector, pueden aparecer como una única y homogénea serie temporal de datos.

La crítica a la que también aludíamos proviene del marco conceptual, y sobre todo de los principios de economía de mercado y de persistencia en el comportamiento de las magnitudes empresariales que son objeto de estudio.

Desde los supuestos de la economía de mercado, la valoración de la empresa es integral y por tanto carece de sentido la segregación entre la rentabilidad y la solvencia; la rentabilidad y su variabilidad, el riesgo, son el binomio a través del cual valora el mercado, y a él deben aproximarse los indicadores de eficiencia empresarial, ya sea desde la óptica contable (ratios integrados según la metodología Du Pont) o desde la de la teoría financiera (rentabilidad financiera como suma de la rentabilidad económica y del producto del endeudamiento por el margen de rentabilidad económica sobre el coste de la financiación ajena).

Por lo que respecta a la hipótesis de persistencia de los datos empresariales, para predecir comportamientos futuros con base en el pasado, resulta tan arriesgada como conducir un coche mirando exclusivamente por el retrovisor; es casi seguro que sólo sirva para ver los muertos que vamos dejando en la cuneta. El análisis económico-financiero tradicional en el que se basa el libro no tiene por objeto mas que la explicación de la situación empresarial en un momento concreto, así como la de su evolución a lo largo del tiempo, y para dar el paso metodológico hacia la predicción habría que recurrir al enfoque estadístico de dicho análisis, que pusiera en evidencia modelos subyacentes de comportamiento que sirviesen para el oportuno contraste posterior.

Pasando al núcleo propiamente dicho del libro, la parte teórica se aplica a un estudio minucioso de la solvencia y la rentabilidad empresariales a partir de los estados contables tradicionales, balance, cuenta de resultados y estado de origen y aplicación de fondos. Precisamente aquí radica la mayor aportación de los autores, ya que partiendo del oportuno ajuste de los datos contables analizan el habitual modelo de solvencia basado en la adecuación estática de las masas patrimoniales, según plazos de disponibilidad en el activo y de exigibilidad en el pasivo ponderados por el carácter cíclico o acíclico de las partidas, y lo complementan posteriormente con un modelo dinámico en el que la solvencia se vincula con la generación de recursos por parte de la empresa, para atender tanto a sus pagos corrientes como a sus necesidades de financiación.

Por lo que se refiere a la rentabilidad, y tras una serie de consideraciones sobre su concepto, relatividad en la medida y alcance, entre las que habría que destacar una breve referencia a la ratio "Q" de Tobin en la que se cae de nuevo en la disparidad entre el marco de valoración del mercado que está implícito en dicha razón, frente a la valoración contable que impregna el resto de las medidas utilizadas; los autores proponen un modelo general de rentabilidad, particularizado, al igual que el de solvencia, desde las aproximaciones estática y dinámica. Dicho modelo desagrega la rentabilidad financiera, después de impuestos, para los accionistas, en el producto de la rentabilidad económica por el apalancamiento financiero; y profundiza en las motivaciones de dicha rentabilidad económica, margen y rotación, hasta los niveles respectivos de los precios y costes fijos y variables de la cuenta de resultados, y de las rotaciones según componentes, fijos y circulantes, del activo total. En cuanto al modelo dinámico, se parte de sendas expresiones estáticas de la rentabilidad en dos momentos consecutivos de tiempo y por diferencia entre ambas se justifican las variaciones producidas en la rentabilidad financiera, ya sea por las modificaciones verificadas en la rentabilidad económica, en el apalancamiento financiero y/o en el efecto combinado de los dos indicadores.

El modelo, contemplado en su conjunto, es sugerente, enriquece de contenido explicativo la mera presentación contable de los datos empresariales y ofrece pautas para la sistematización del análisis económico-financiero empresarial, que adolece generalmente de una gran subjetividad. Ahora bien, al trascender de la información que los datos de las cuentas anuales pueden ofrecer a un observador externo, su aplicación exige o bien conocer internamente la generación de dichos datos y por tanto sus partidas

componentes y explicativas, o bien realizar un cúmulo de hipótesis para desagregar la información externa hasta el nivel explicativo exigido por el modelo. Lo que, en el mejor de los casos, llevará a un absoluto casuismo y, en el peor, a la parálisis por el análisis; y, en todo caso, a anular la sistematización y homogeneidad que se pretendían reivindicar con el modelo.

No pueden ocultarse además dos carencias determinantes del modelo general de rentabilidad que proponen Vicente García Martín y Manuel Angel Fernández Gámez. Una, que proviene de los efectos conjuntos rentabilidad económica-apalancamiento financiero, que introducen un residuo explicativo de la rentabilidad financiera que, tal vez sea poco relevante en proporción a la variación total de ésta, pero que resulta de imposible adscripción a uno u otro de sus factores explicativos. Y otra, de mayor relieve en nuestra opinión, que proviene de la omisión del coste de las deudas en su modelo, pese a que los autores insisten en su relevancia para la producción del efecto apalancamiento, y que queda inmerso en este último factor junto con el endeudamiento y el efecto fiscal motivado por el impuesto sobre beneficios, al plantear la rentabilidad financiera después de impuestos.

La parte empírica del libro descansa sobre los datos económico-financieros de los agregados de empresas recogidos en sus diferentes bases bianuales por la Central de Balances del Banco de España y pone de manifiesto las dificultades reseñadas para la aplicación del modelo teórico; hasta el punto que los autores, después de justificar las limitaciones del análisis histórico y con perspectiva externa, deben recurrir precisamente a un estudio de tales características para explotar la información disponible.

Este bloque del trabajo, que toma los datos económico-financieros de la Central de Balances del período 1983-1990, pretende la aplicación del modelo teórico planteado, en términos de solvencia y rentabilidad, a las empresas contenidas en la base de datos en su conjunto y a los subgrupos formados atendiendo al carácter público o privado de la propiedad y a la dimensión, pequeña o grande de las empresas.

Su planteamiento y desarrollo ofrecen, sin embargo, múltiples aspectos discutibles que empiezan por la mera elección de la serie histórica de datos, y que se agravan por la omisión, ya mencionada, de cualquier referencia bibliográfica. No es cuestión de explicar ahora la metodología que utiliza la Central de Balances para ofrecer la información económico-financiera de las empresas españolas ni de precisar y acotar su representatividad, pero sí debe citarse, a los efectos de este estudio, que las bases bianuales de empresas tienen composición variable, que permanecen abiertas bastante tiempo después de que se hagan públicos sus datos y que, en el último informe aparecido⁽²⁾ se ha cambiado radicalmente la presentación de datos con óptica empresarial para potenciar la regida por los criterios de la Contabilidad Nacional. En estas condiciones, la utilización de los datos de la Central requiere, en aras de un mínimo rigor, precisar de qué estudio bianual se toman los datos de cada año incluido en la serie si se maneja la información publicada, o en qué fecha se obtienen los datos si se recurre a una búsqueda o petición específica, previo pago de su importe a la Central. Ninguna de estas cautelas se han tenido en cuenta en el libro que comentamos, lo que motiva, por ejemplo, que el número de empresas contenido en la base de cada año según el estudio no coincida con el que la propia Central de Balances indica en su último informe; o que se cite por los autores la existencia de una batería de ratios en las publicaciones de la Central, cuando ésta ya ha prescindido de ellos.

Pasando a los criterios seguidos para el estudio, en cuanto a la desagregación de empresas según la forma de propiedad, también se cae en algunas afirmaciones discutibles, como la de asimilar las empresas privadas con aquellas que cuentan con accionariado de particulares, olvidando que también en muchas de las públicas se da esa circunstancia, si bien desde participaciones minoritarias en el capital social. Y en cuanto a la dimensión, suponer que en España son pequeñas empresas aquellas que tienen menos de 100

(2) Banco de España: *Central de balances, resultados 1981-1988, 1989 provisional y avance de 1990*. Madrid, noviembre, 1991

trabajadores, introduce un claro sesgo de empresas medianas, y aún grandes, según los sectores de operación, en ese agregado.

Finalmente, encontramos otra severa limitación en esta aplicación empírica, que procede de la utilización que se hace de los datos para adaptarlos a los requisitos del modelo de análisis. Es bien sabido que la Central procesa los datos contables, recibidos de las empresas mediante un cuestionario de respuesta voluntaria, según una metodología que genera estados económico-financieros que no coinciden con los estados contables tradicionales y que requiere una serie de ajustes y convenciones. El caso es que estos estados ofrecidos por la Central no sirven a los fines del modelo de solvencia y rentabilidad planteado, por lo que sus autores hacen el recorrido inverso, mediante nuevos ajustes y convenciones, para reconstruir estados contables que, además, se atengan a masas patrimoniales y componentes de costes que sólo podrían elaborarse correctamente disponiendo de información empresarial interna. ¿Cuál es la validez de esos estados contables finales?. Probablemente, dada la cualificación de los autores del libro, sea plena; pero permítasenos una duda razonable al respecto.

Para terminar, digamos que pese a las limitaciones antes apuntadas, que proceden en muchos casos de la respuesta posibilista de los autores a la penuria de datos con la que se enfrenta en España todo analista externo de la realidad económico-financiera empresarial, los resultados del estudio son coherentes con las creencias compartidas por los múltiples análisis realizados durante los últimos años, ya sea bajo la óptica tradicional de ratios o mediante la aplicación sobre ellos de técnicas estadísticas de análisis multivariable, y van desgarrando a lo largo del texto las conclusiones de la aplicación del modelo de solvencia y rentabilidad propuesto.

Así, circunscribiéndonos al análisis de la solvencia de los agregados de empresas públicas y privadas considerados, deducen la modificación de la estructura del endeudamiento a lo largo del período, que ve reducir la participación de los recursos a largo y aumentar la de los obtenidos a corto plazo, mediante un proceso que se verifica en mayor medida en las públicas que en las privadas. Esta caída en la financiación permanente ajena se cubre, entre los años 1983 y 1989, vía recursos propios que, sin embargo, caen a partir de 1990, de forma mas acusada en las empresas públicas. Todo lo cual motiva, una vez analizada también la evolución del pasivo comercial y no comercial, en terminología de los autores, la conclusión sobre la paulatina mejora en la posición financiera de todo el agregado hasta 1989, que se ve limitada por el crecimiento del pasivo no comercial y que resulta mas beneficiosa para las empresas privadas que para las públicas. El año final analizado muestra, no obstante, un punto de inflexión en dicha mejora del objetivo de solvencia, y la incidencia negativa vuelve a ser mas importante en las empresas públicas respecto de las privadas. Atendiendo a la participación porcentual en la generación de recursos, dicha caída en la solvencia se anticipa ya desde 1987, y se confirma en 1989 con la reducción de las expectativas de solvencia a corto plazo.

En cuanto a la rentabilidad de los agregados de empresas públicas y privadas, las conclusiones abundan en la constatación de la mayor rentabilidad financiera de las privadas, debido tanto a su mas elevada rentabilidad económica como a sus mejores niveles de apalancamiento financiero. También resaltan los autores que dicha rentabilidad económica se consigue mediante pautas de comportamiento diferentes en empresas públicas y privadas. Mientras que éstas mantienen estables sus márgenes y mejoran la rotación de los activos, las públicas conservan invariable la rotación e incrementan los márgenes.

*Juan Antonio Maroto Acín
Catedrático de Economía Financiera. UCM
Fundación FIES*