

LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LAS
EMPRESAS PUBLICAS INDUSTRIALES

Alfonso Novales
José A. Trujillo
Documento 86-13

Este trabajo pertenece al proyecto La Empresa
Publica Industrial desarrollado por FEDEA y finan-
ciado por el Banco de España

INDICE

CARACTERISTICAS DIFERENCIADORAS DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LAS EMPRESAS PUBLICAS INDUSTRIALES EN ESPAÑA

I. Introducción

- . Objetivos del trabajo.
- . El estado de Equilibrio Financiero de una empresa.

II. Situación Financiera Comparativa

II.a La tasa de Endeudamiento Habitual.

- . Definición
- . Algunos problemas técnicos
- . Resultados

II.b La Tasa de Autonomía Financiera.

- . Definición
- . Algunos problemas técnicos
- . Resultados

II.c Apéndice a la sección II.

III. Una Medida de Saneamiento Financiero: La Tasa de Saneamiento

- . Justificación
- . Las definiciones de Deuda Neta y Tasa de Saneamiento

- . Comparación con la Tasa de Endeudamiento y la Autonomía Financiera

IV. Los componentes de la Deuda Neta

IV.a Recursos Ajenos a corto y largo plazo.

IV.b Análisis del Circulante Financiero.

- . Su importancia
- . La cuenta de Tesorería
- . La importancia de las deudas a Hacienda y Seguridad Social

IV.c El Activo Circulante de Dentro y Fuera de la Exploración.

IV.d La Financiación del Circulante Financiero.

IV.e El plazo de la Deuda Neta.

IV.f Apéndice a la sección IV.

V. La liquidez Financiera

VI. Análisis de la Varianza

- . Análisis de la Autonomía Financiera, la Tasa de Saneamiento y los ratios: Recursos Ajenos a Corto Plazo/Deuda Neta, Tesorería/Recursos Ajenos y Circulante Financiero/Capital Económico.

VII. Un Análisis de la Tasa de Saneamiento

VIII. Análisis Discriminante de la Titularidad

IX. La Productividad y el Saneamiento de las
Empresas Públicas

X. Conclusiones

XI. Apéndice 1.

Tamaño de las empresas y ponderación de
las variables

Apéndice 2.

Estructura del equilibrio financiero de
los sectores industriales públicos y pri-
vados

Figuras y Cuadros.

I. INTRODUCCION.

El objetivo de este trabajo es examinar la posible existencia de pautas diferenciadoras en el comportamiento financiero de las empresas públicas en España con respecto a las empresas del sector privado. El estudio se limita a la comparación de los estados financieros de las empresas de los sectores industriales tal y como aparecen definidos en la Central de Balances del Banco de España. La lista de dichos sectores y Grandes sectores industriales¹, así como la numeración con que se recogen en la Central de Balances, aparece en la figura 1.

Hay varias razones por las que cabe esperar que la estructura de financiación de las empresas públicas y privadas puede diferir:

- a) Porque la empresa públicas tiene acceso a fuentes de financiación privilegiada, a las que las empresas privadas, por el contrario, no pueden acceder con la misma facilidad. Estas condiciones de privilegio pueden consistir en:
- . Créditos concedidos a tipos de interés inferiores a los de mercado,
 - . créditos bancarios concedidos a plazos superiores a los que la situación financiera de la empresa sugeriría si no se quiere incurrir en un riesgo excesivo,
 - . los avales que el Estado directamente, o a través de alguno de sus holdings concede a empresas públicas. Estos avales permiten a dichas empresas lograr la concesión de créditos a tipos de interés realmente privilegiados, con el consiguiente ahorro de costes financieros. Esta es una forma indirecta de otorgar subvenciones importante en nuestro país.
 - . subvenciones directas obtenidas a través de alguno de los holdings estatales, como el INI o el INH, e incluso en algunas ocasiones,
 - . créditos o subvenciones concedidas por otras empresas públicas, que teniendo unos resultados económicos positivos, son conducidas a invertir parte de dichos resultados en otras empresas de su grupo.

FIGURA 1

Sector		Gran Sector
12	Minerales Metálicos	
13	Extracción de Minerales	5 Extracción de minerales
14	Acero	
15	Metalurgia no Ferrea	6 Siderometalurgia
16	Cerámica y otros Productos no Metálicos	
17	Cementos, cales y yesos	7 Materiales de construcción, vidrio y cerámica
18	Otro material de construcción	
19	Industria del vidrio	
20	Química básica e industrial	
21	Industria Farmacéutica	8 Productos químicos
22	Química para consumo final	
23	Química para agricultura	
24	Productos metálicos	
25	Maquinaria agrícola	
26	Maquinaria industrial y de oficina	
27	Fabricación de material eléctrico	
28	Fabricación de material electrónico	9 Industria transformadora de metales
29	Automóviles	
30	Equipo y carrocería para automóviles	
31	Construcción Naval	
32	Otros elementos de transporte	
33	Mecánica de precisión	
34	Electrodomésticos	
35	Industrias cárnicas	
36	Industrias lácteas	
37	Industrias para alimentación animal	10 Industrias Alimentarias
38	Industria vinícola	
39	Otras industrias alimentarias y tabaco	
40	Industrias textiles	
41	Cuero y calzado	
42	Industria de la confección	
43	Madera, corcho y muebles	11 Industrias manufactureras no alimentarias
44	Papel y cartón	
45	Artes gráficas y edición	
46	Caucho y plástico	
47	Otras industrias no alimentarias	

- b) Porque la valoración del riesgo en que pueda incurrir la empresa pública es inferior a la valoración que se haría de una empresa privada con una situación financiera similar. Ello se debe a que la empresa pública goza del respaldo del Estado y, al menos implícitamente, se entiende que éste afrontará las responsabilidades que puedan derivarse del fracaso de la empresa.
- c) Porque debido a causas diversas, aunque fundamentalmente para evitar la destrucción de puestos de trabajo, los sucesivos Gobiernos han incorporado al sector público empresas privadas en situación financiera desesperada. Este fenómeno hace que dicho sector aparezca globalmente en peor situación, si bien es verdad que en muchos casos, el problema se originó en el sector privado.
- d) Porque la comparación de las estructuras financieras de las empresas privadas y públicas plantea un problema importante relacionado con la composición del Pasivo. Es una práctica normal que las empresas presenten una posición deudora con sus propios accionistas. Este es el caso de algunas empresas privadas pequeñas en las que los accionistas aportan recursos a la empresa sin configurarlos como aportaciones de capital. En el caso de empresas privadas grandes, en las que el capital social está repartido entre un gran número de accionistas, la situación anterior es menos normal, y aunque ocurra, no hay razón alguna para no tratar las deudas de la empresa con un accionista como un recurso ajeno más.

Sin embargo, en el caso de las empresas públicas, las cosas son diferentes. Los holdings estatales son propietarios en muchos casos de la práctica totalidad de las acciones de las empresas participadas. En tales casos, los préstamos concedidos por el holding a sus empresas plantean un problema en cuanto a su clasificación dentro del Pasivo. Si bien es cierto que desde un punto de vista legal, dichos préstamos han de considerarse recursos ajenos, no es menos cierto que desde el punto de vista del análisis económico-financiero de la empresa, se parecen más a los recursos propios, independientemente de que generen costes financieros.

El problema con que nos enfrentamos en este trabajo no es el de la decisión de donde encuadrar dichos préstamos, sino el de poder identificarlos. La razón

reside en la base de datos utilizada, la Central de Balances del Banco de España, que distingue entre recursos a largo plazo bancarios, y recursos a largo plazo de otros, pero no identifica al acreedor a quien éstos últimos corresponden. En el caso de las empresas públicas, es presumible que una proporción importante de ellos sean préstamos del holding estatal correspondiente, pero no se tiene constancia de ello.

El problema no es trivial. La decisión del holding de conceder a una empresa participada al 100% un préstamo en vez de una subvención de capital, clasifica la aportación de dichos recursos entre los ajenos en vez de entre los propios. La caracterización de dicha empresa a través de los ratios usuales de endeudamiento o apalancamiento dará en cada caso una imagen muy distinta de la empresa.

En resumen, la inclusión de los préstamos recibidos del holding entre los recursos ajenos de las empresas públicas, sesgará los resultados de nuestro estudio en el sentido de atribuir a las empresas públicas un mayor peso de los recursos ajenos sobre los propios. Lamentablemente, no podemos evaluar la magnitud de dicho sesgo.

Este trabajo no pretende identificar entre las razones expuestas cuáles explican las diferencias entre la estructura financiera de las empresas públicas frente a las privadas; nuestro objetivo se limita a constatar de manera rigurosa la existencia de tales diferencias. Para ello, analizamos dos características financieras importantes de la empresa:

- . La importancia de su posición deudora.
- . la estructura de plazo de sus deudas.

En todos los casos, nos limitaremos a estudiar el estado financiero de las empresas, es decir, variables stock. No introducimos en los análisis variables flujo de explotación o de origen y aplicación de fondos. Por ello, la interpretación de los niveles de endeudamiento o de la estructura de plazos de la deuda como indicadores de solvencia o de liquidez, respectivamente, debe ser ponderada por el

hecho de que estas categorías no son independientes de la capacidad generadora de recursos de la empresa. Sin embargo, y siendo conscientes de esta limitación, en lo que sigue nos referiremos a dichas categorías haciendo uso exclusivo de las variables stock.

La estructura de plazo de la deuda también nos proporciona información relevante. Sin embargo, en principio, no es cierto que una determinada estructura de plazos sea mejor que otra, si no se toman en consideración los costes asociados en cada caso. En general, un plazo de amortización distinto suele ir asociado con tipos de deuda que tienen también otras características distintas. Estas pueden ser fiscales, desde el punto de vista de la empresa o del que suministra los recursos, o puramente transaccionales, costes de emisión, liquidez, etc. Por tanto, el plazo de la deuda de la empresa está afectado por las características de los tipos de deuda que llevan asociados plazos concretos.

En definitiva, de las diferencias en la estructura de plazo de la deuda entre empresas públicas y privadas que se ponen de manifiesto en este trabajo, no pueden sacarse conclusiones inmediatas sobre si unas u otras están en situación "peor" o "más difícil".

El saneamiento financiero de la empresa está relacionado con su solvencia a largo plazo. Puesto que relaciona los recursos propios con las obligaciones, nos proporciona información acerca de si son los accionistas o los acreedores de la empresa (en sentido genérico, incluyendo bancos, empresas suministradoras de bienes y servicios, etc) quienes tienen derecho a una mayor parte de la propiedad de la empresa. El concepto inverso del saneamiento, el endeudamiento, refleja los niveles de deudas en que ha incurrido la empresa, así como su capacidad de hacer frente a las mismas con sus recursos propios.

Finalmente, estamos interesados en estudiar la liquidez de la empresa, pues relaciona las reservas de recursos liquidables de la empresa en relación con las obligaciones contraídas a corto plazo. De este modo, la liquidez da idea del margen del que dispone la empresa para hacer frente a sus obligaciones a corto plazo, teniendo en cuante la incertidumbre a que puedan estar sometidos los flujos

financieros de la empresa. Por tanto, la liquidez da una idea de la solvencia de la empresa en el corto plazo; aunque, también en este caso, el carácter estático del análisis limita en gran medida las conclusiones.

Los resultados que presentamos en las siguientes secciones sugieren que, en relación a las empresas privadas, las empresas públicas:

- 1) Están menos saneadas,
- 2) tienen una menor autonomía financiera,
- 3) están más descapitalizadas,
- 4) están más endeudadas,
- 5) tienen una mayor proporción de recursos ajenos en la forma de créditos a largo plazo,
- 6) tienen una menor proporción de sus recursos en la forma de créditos bancarios,
- 7) mantienen un saldo deudor con sus clientes más elevado,
- 8) mantienen una menor Tesorería en relación a su activo circulante, o a sus recursos ajenos
- 9) financian una menor proporción de su activo circulante con préstamos a corto plazo
- 10) tienen menor liquidez que las empresas privadas.

Como hemos mencionado, nuestro estudio se va a circunscribir al análisis del estado de Equilibrio Financiero de las empresas industriales encuestadas en la Central de Balances elaborada por el Banco de España. El estado de Equilibrio Financiero se recoge en los datos de la Central de Balances de acuerdo con el esquema que aparece en la figura 2. Es importante observar que estos datos son stocks a final del año, lo que puede introducir cierto error de medida en variables cuyo flujo sea de naturaleza volátil, así como un cierto sesgo por estacionalidad debido al cierre del ejercicio anual al 31 de diciembre. Una extensión natural de este trabajo consistiría en analizar las cuestiones que aquí se contemplan, pero en una perspectiva intertemporal, lo que no se descarta para trabajos futuros. La muestra con que trabajamos es la de observaciones a 31 de diciembre de 1984, y corresponde

FIGURA 2

ESTADO DE EQUILIBRIO FINANCIERO

1. Activo Inmovilizado Neto	3. Financiación Permanente
1.a Inmovilizado material	3.1 Patrimonio Neto
1.b Inmovilizado inmaterial	3.1.a Capital
1.c Inmovilizado financiero	3.1.b Cuentas Actualización y Revalorización (+,-)
1.d Gastos amortizables	3.1.c Reservas y otros (+,-)
1.e Amortizaciones y provisiones de inmovilizado	3.2 Recursos Ajenos a Medio y Largo Plazo
	3.2.a Obligaciones y bonos
	3.2.b Préstamos a medio y largo plazo de entidades de crédito
	3.2.c Préstamos a medio y largo plazo de otros.
2. Activo Circulante Neto	4. Financiación bancaria a corto plazo
2.1 De la Explotación	4.1 Prestamos a corto plazo de entidades de crédito
2.1.a Existencias	4.2 Efectos comerciales descontados
2.1.b Clientes	
2.1.c Proveedores (-)	
2.2 De fuera de la Explotación	
2.2.a Otros deudores	
2.2.b Otros acreedores (-)	
2.2.c Ajustes por Periodificación (+,-)	
2.3 Tesorería	
2.3.a Caja y entidades de crédito deudoras	
TOTAL: ACTIVO NETO	TOTAL: PASIVO REMUNERADO

Notas: a) Las partidas de Proveedores y Acreedores son claramente cuentas de Pasivo. En los datos de la Central de Balances aparecen recogidos en el Activo, con signo negativo.

b) Los ajustes por periodificación pueden ser precisos tanto con respecto al Activo Circulante de dentro de la explotación, como con el de fuera. Sin embargo, en la Central de Balances, aparecen tan sólo con respecto a los recursos de fuera de la explotación, por lo que suponemos que los hipotéticos ajustes al circulante de dentro de la explotación están ya incorporados en las cuentas de Clientes y Proveedores.

c) Las pérdidas de ejercicios económicos anteriores generan en algunas empresas una cuenta de Reservas negativa durante el ejercicio 1983-84. La magnitud de esta cuenta supera a veces la de la cuenta de capital, lo que implica en tales condiciones un Patrimonio Neto negativo. A pesar de ser ésta una situación poco deseable, sin embargo ocurre con una cierta frecuencia. Las columnas 3 y 4 de la tabla 1 dan el número de empresas con Patrimonio Neto negativo.

por tanto, a datos del ejercicio 1984 .

El artículo está estructurado como sigue: En la sección II se comienza a discutir la situación de saneamiento y/o endeudamiento de las empresas industriales privadas y públicas. En dicha sección, el análisis se centra en la utilización de dos ratios habituales en el análisis financiero como son la Tasa de Endeudamiento, y la Autonomía Financiera de una empresa. El apéndice a esta sección muestra algunos problemas técnicos que surgen en el trabajo práctico con estos ratios de los que debe ser consciente todo investigador que pretenda utilizarlos para realizar análisis descriptivo del tipo que aquí se hace.

En la sección III continuamos este análisis, pero ahora utilizando la Tasa de Saneamiento que introducimos en este trabajo. Tras justificar la introducción de esta medida, se presentan algunas diferencias importantes en cuanto al saneamiento de empresas privadas y públicas. La sección IV se dedica al análisis detallado de otra variable que introducimos en este trabajo, la Deuda Neta, que pretende ser una medida del volumen de deudas contraídas por la empresa, más apropiada para consideraciones de endeudamiento y/o saneamiento que otras existentes en la literatura financiera. En esta sección se discute la importancia que tienen el Activo y Pasivo Circulante de las empresas, así como alguno de sus componentes, como la Tesorería, o las Deudas a Hacienda y Seguridad Social. La estructura de plazo de la deuda se analiza en esta misma sección mediante el estudio del plazo de los recursos ajenos de la empresa, así como del plazo de la Deuda Neta.

La sección V se destina a analizar las cuestiones de liquidez de las empresas de la muestra, de nuevo discutiendo las diferencias que a este respecto existen entre empresas privadas y públicas. La sección VI estudia las tres cuestiones (saneamiento, plazo de la deuda y liquidez) que ya se han comentado, pero desde una perspectiva metodológica más completa. Mientras que las secciones anteriores han analizado las diferencias entre valores medios de ratios relacionados con estas tres características de una empresa, en esta sección se lleva a cabo un análisis de la varianza de estas medidas. Este análisis permite cuantificar la importancia de las diferencias producidas tanto por la pertenencia de las empresas a

un determinado sector o Gran sector, como por la titularidad de las mismas.

La sección VII se centra en la Tasa de Saneamiento introducida previamente, y trata de encontrar algunas características de las empresas que puedan ser determinantes del grado de saneamiento de las mismas. En la sección VIII se efectúa un análisis discriminante de la titularidad de las empresas en la muestra. Se utilizan como posibles factores discriminantes las principales variables utilizadas en las secciones previas. El objetivo de esta sección es analizar cuál de dichas variables explica mejor las diferencias entre empresas privadas y públicas.

La sección IX utiliza la metodología introducida en Trujillo (1986) ("La Eficiencia de las Empresas Públicas Industriales", documento FEDEA 86-10) para analizar si la eficiencia productiva de las empresas puede ser un factor explicativo de su saneamiento financiero. El trabajo cierra con un resumen de los resultados obtenidos así como algunas conclusiones.

En un primer apéndice se discute la metodología de ponderación de observaciones muestrales que se ha seguido en el trabajo, y finalmente se presentan, a modo de un segundo apéndice, los estados de Equilibrio Financiero de los distintos sectores, desglosados para empresas públicas y privadas. En ellos se recogen asimismo los valores de algunos de los ratios financieros que se utilizan a lo largo del artículo.

[1] Las dos primeras columnas de la tabla 1 muestran el número de empresas privadas y públicas que hay en los distintos sectores y grandes sectores. Puede verse que no hay empresas públicas en los sectores 17 (Cemento, cales y yesos), 18 (Otro material de construcción), 19 (Industria del vidrio), 25 (Maquinaria agrícola), 27 (Fabricación de material eléctrico), y 34 (Electrodomésticos).

TABLA 1

Sector	Número de empresas		Empresas con PN<0			Empresas con CF<0	
	Privadas	Públicas	Privadas	Públicas		Privadas	Públicas
12	6	5	1	1	20%	1	2
13	12	2	0	1	50%	1	0
14	25	5	0	2	40%	4	0
15	11	6	0	0		3	0
16	68	1	2	1	100%	13	1
17	19	0	0	0		2	0
18	68	0	4	0		17	0
19	18	0	0	0		4	0
20	138	7	2	0		20	1
21	92	1	3	0		33	1
22	53	1	1	0		8	1
23	16	2	0	0		5	0
24	209	14	9	7	50%	47	4
25	18	0	0	0		2	0
26	52	7	5	1	14%	15	1
27	74	0	5	0		3	0
28	34	4	4	0		10	1
29	9	5	1	1	20%	3	3
30	65	2	1	1	50%	11	0
31	13	12	0	6	50%	5	6
32	19	4	1	0		2	0
33	18	1	0	0		3	0
34	16	0	1	0		3	0
35	30	2	0	1	50%	8	0
36	34	8	0	2	25%	15	5
37	18	2	0	2	100%	5	1
38	36	12	0	4	33%	14	1
39	235	8	4	3	37%	92	4
40	173	3	5	2	66%	30	1
41	85	1	4	0		27	0
42	74	1	1	0		19	1
43	71	1	2	0		19	1
44	64	4	2	2	50%	10	2
45	93	4	5	1	25%	19	3
46	89	2	0	1	50%	7	1
47	40	1	1	1	100%	7	0

PN: Patrimonio Neto

CF: Circulante Financiero = Clientes-Proveedores+Deudores-Acreedores±
±Ajustes por Periodificación.

II. SITUACION FINANCIERA COMPARATIVA.

Esta sección trata de obtener algunas conclusiones previas acerca de las posibles diferencias en los niveles de saneamiento y endeudamiento de las empresas privadas y públicas. Para ello, se presta atención a dos medidas que vienen siendo habituales en la literatura financiera, como son la Tasa de Endeudamiento y el grado de Autonomía Financiera.

Al igual que la Tasa de Endeudamiento, el grado de Autonomía Financiera es una medida que relaciona los recursos propios de la empresa con sus fuentes ajenas de financiación. En ambos casos nos estamos limitando a la consideración de las fuentes de financiación ajenas con carácter permanente, es decir, excluyendo las posibles fuentes de financiación que de modo más o menos explícito se hallan recogidas en el Pasivo Circulante de las empresas (en términos de la figura 2, las cuentas 2.1.c, 2.2.b y posiblemente, 2.2.c). La diferencia entre ambas medidas es que la Tasa de Endeudamiento examina el cociente entre ambos conceptos (financiación ajena permanente dividida por el y capital propio), mientras que la Autonomía Financiera invierte el orden del cociente y lo transforma en una descomposición porcentual).

¿Por qué centrarse en estos dos conceptos? El capital propio es el modo de financiación básico de la empresa, con el que la empresa asume el riesgo financiero al que está expuesta. La empresa no está obligada a generar ningún rendimiento para el Capital propio, aunque puede repartir dividendos si los resultados económicos de la empresa son buenos. El Capital propio es un modo de financiación de carácter permanente por lo que es el capital que la empresa puede invertir con más seguridad en Activo Inmovilizado y exponer a un mayor riesgo.

Por eso existe en los medios financieros el criterio de que el capital propio (Patrimonio Neto más Reservas) debe utilizarse para financiar Inmovilizado, quizá junto con créditos recibidos a medio y largo plazo, mientras que el Activo Circulante debe financiarse con recursos ajenos, preferentemente a corto plazo.

Naturalmente, esta "ortodoxia" financiera está sometida a todo tipo de críticas, pues no puede ser independiente de características particulares de cada empresa y de la situación de los mercados financieros.

II.a La Tasa de Endeudamiento.

Una medida habitual de la situación financiera de una empresa es su Tasa de Endeudamiento definida como cociente entre los recursos ajenos de la empresa y su Patrimonio Neto². Los recursos ajenos se componen de los capítulos 3.2 y 4 del estado de Equilibrio Financiero. Este indicador tiene una interpretación clara, puesto que relaciona el Pasivo exigible con coste de la empresa (recursos ajenos) con aquellos recursos no exigibles y que constituyen su Patrimonio Neto.

El inverso de este ratio se conoce como Ratio de Apalancamiento, y relaciona los derechos a la propiedad del capital de la empresa que tienen los acreedores con los derechos que poseen los propietarios legales de la misma. Cuanto mayor sea la Tasa de Endeudamiento (o menor sea el Ratio de Apalancamiento), menor será la protección del conjunto de acreedores de la empresa.

Conviene introducir dos matices en la consideración de esta Tasa de Endeudamiento: Por una parte, el Patrimonio Neto no coincidirá en general con la valoración de mercado de la empresa. Además, en períodos inflacionarios, el valor real de los activos de la empresa superará el valor histórico de los mismos, por lo que los acreedores pueden tener una protección real mayor que la indicada por el valor contable del Patrimonio Neto de la empresa. Por otra parte, existe un orden de prelación legal para el pago de deudas en caso de quiebra, y estos ratios no distinguen estos efectos.

Al tratar de llevar a cabo un trabajo aplicado con estos dos ratios, surgen dos problemas técnicos:

- 1) Con respecto al signo de los ratios: Al menos en la muestra que utilizamos en este trabajo, hay un buen número de empresas con Patrimonio Neto negativo, lo que puede generar valores negativos de los ratios.
- 2) Con respecto al rango de los ratios: Mientras que la Autonomía Financiera tiene la interpretación de ser un porcentaje, sin embargo la Tasa de Endeudamiento es el cociente entre dos componentes del Pasivo de la empresa, y si el denominador (el Patrimonio Neto) toma valores pequeños en valor absoluto con respecto al numerador (Recursos Ajenos), entonces el valor absoluto de dicha tasa puede ser excesivamente grande.

Ambas situaciones dificultan la interpretación de los valores obtenidos para los dos ratios que en esta sección se utilizan. Para una discusión detallada de estos problemas, el lector interesado puede ir al apéndice a este capítulo; en lo que queda de sección nos limitamos a comentar los resultados que se obtienen cuando se aplican los criterios que se exponen en el apéndice.

Los valores medios³ de la Tasa de Endeudamiento para los sectores y Grandes sectores industriales aparecen en la tabla 2, desglosados para empresas privadas y públicas. De dicha tabla se deducen las siguientes observaciones:

- 1) Los valores promedio de la Tasa de Endeudamiento son positivos para las empresas privadas en todos los sectores, con excepción del sector 12 (Minerales metálicos), en el que esta tasa no es significativamente distinta de cero. En 17 de los 30 sectores considerados, las Tasas de Endeudamiento promedio de las empresas públicas son asimismo positivas. De ellos, en 6 sectores las empresas privadas tienen una Tasa de Endeudamiento promedio superior a las empresas públicas, mientras que lo contrario ocurre en los restantes 11 sectores.

Puesto que consideramos que una empresa con Tasa de Endeudamiento negativa está más endeudada que otra con Tasa de Endeudamiento positiva (véase el apéndice a esta sección), obtenemos el resultado de que en 19 de los 30 analizados, las empresas públicas están más endeudadas, en promedio, que las empresas privadas.

TABLA 2

TASA DE ENDEUDAMIENTO

Sector	Empresas Privadas	Empresas Públicas	Gran Sector	Empresas Privadas	Empresas Públicas
* 12	-.41	.88			
13	1.80	-2.56	5	.48	-.56
- - -	- - -	- - -	- - -	- - -	- - -
* 14	6.10	-33.56			
* 15	2.16	1.42	6	5.26	-16.69
- - -	- - -	- - -	- - -	- - -	- - -
16	.78	-56.77	7	.76	-56.77
- - -	- - -	- - -	- - -	- - -	- - -
20	.97	1.49			
21	.99	2.52			
22	.93	.34			
* 23	1.13	1.00	8	.98	1.42
- - -	- - -	- - -	- - -	- - -	- - -
24	1.39	-13.91			
26	.62	1.78			
28	1.53	2.42			
29	.54	-3.82			
* 30	1.19	-.64	9	1.18	-3.79
31	4.38	-3.86			
32	1.63	5.29			
33	.59	4.39			
- - -	- - -	- - -	- - -	- - -	- - -
* 35	1.08	-3.62			
* 36	.63	.07			
* 37	1.13	-9.22	* 10	.44	-.11
38	1.15	-4.06			
39	.16	3.82			
- - -	- - -	- - -	- - -	- - -	- - -
40	1.10	-22.74			
41	2.26	.65			
* 42	1.66	3.03			
43	1.17	.69	11	1.40	-4.16
44	1.41	-.83			
* 45	1.04	1.67			
* 46	1.35	1.47			
47	2.37	-7.28			

Nota: Un asterisco delante del número de orden del sector indica que las diferencias entre los promedios de ambos grupos no son significativas.

2) Los valores de la Tasa de Endeudamiento en los sectores industriales presentan una gran disparidad. Cuando se pretende utilizar un determinado ratio para establecer comparaciones entre distintas empresas, un rango demasiado amplio del ratio a utilizar puede ser un problema importante, pues dificulta la interpretación de las diferencias entre las distintas empresas. La razón para este rango tan amplio es el segundo problema técnico antes apuntado.

En la muestra que manejamos, correspondiente al ejercicio 1983-84, hemos detectado valores extremos de la Tasa de Endeudamiento de hasta 58 por el lado positivo (para una empresa privada del Gran sector 5, Extracción de Minerales), y de -387 por la parte negativa (para una empresa pública del mismo Gran sector). Esta es sin duda una limitación numérica de esta Tasa de Endeudamiento.

3) Un buen número de los valores promedio que se recogen en la tabla son claramente superiores a la unidad, es decir, que el Pasivo exigible es mayor que el capital propio, señalando que en la empresa representativa del sector, los acreedores (entidades de crédito, proveedores, etc.) tienen derecho a una parte muy importante de la misma. Es claro que el endeudamiento de las empresas, medida por su Tasa de Endeudamiento es bastante menor en las empresas privadas que en las públicas, aunque incluso entre las primeras hay situaciones un tanto anómalas, como las de los sectores 14 y 31 (Acero y Construcción Naval).

Al examinar estos primeros resultados, cabe recordar lo dicho en la Introducción en el sentido de que la inclusión de los préstamos de los holdings estatales a las empresas públicas entre sus recursos ajenos. Si, como es habitual, se interpreta un mayor nivel de endeudamiento como una peor situación financiera, entonces debe ponderarse el resultado obtenido para las empresas públicas dado que éstas, en mayor medida que las privadas, tienen créditos de sus propios accionistas entre los recursos ajenos.

4) También es ilustrativo analizar la situación de endeudamiento clasificando las empresas por Grandes Sectores. Así, se observa que el sector privado tiene un menor endeudamiento que el público. Dentro del sector privado, los Grandes Sectores 5 y 10

(Extracción de Minerales e Industrias Alimentarias) son los que presentan una situación de menor endeudamiento. En ambos casos, las empresas privadas tienen en promedio un Patrimonio Neto evaluado en algo más del doble del total de sus Recursos Ajenos. Por el contrario, las empresas privadas en el Gran Sector Siderometalúrgico presentan un nivel de endeudamiento muy elevado.

El endeudamiento de las empresas públicas es claramente mayor: La acumulación de pérdidas de ejercicios económicos anteriores produce un Patrimonio Neto negativo que a su vez genera una Tasa de Endeudamiento negativa en todos los Grandes sectores, con la única excepción del Gran sector 8 (Productos Químicos).

II.b La Tasa de Autonomía Financiera.

Algunas de las dificultades técnicas que antes hemos mencionado quedan atenuadas si se examina la situación de endeudamiento de la empresa a la luz de su Autonomía Financiera. Este ratio relaciona los Recursos Ajenos de la empresa con su Capital propio, pero en la forma de un porcentaje:

$$\text{Autonomía Financiera} = \frac{\text{Patrimonio Neto}}{\text{Patrimonio Neto} + \text{Recursos Ajenos}}$$

La Autonomía Financiera y la Tasa de Endeudamiento están en dependencia biunívoca e inversa:

$$\text{Autonomía Financiera} = (1 + \text{Tasa de Endeudamiento})^{-1} ,$$

pero la primera, por ser un porcentaje, es más útil para establecer comparaciones entre las estructuras financieras de distintas empresas.

La Autonomía Financiera de una empresa no puede exceder 1, puesto que ello implicaría recursos ajenos negativos. Puede ser igual a 1 cuando la empresa

se financia exclusivamente con sus propios recursos, decrece hacia cero según aumenta la importancia relativa de los medios de financiación ajenos, y sólo puede pasar a ser negativo cuando el Patrimonio Neto es negativo e inferior en valor absoluto al volumen de recursos ajenos.

Los valores medios de este ratio para los diferentes sectores y Grandes sectores industriales aparecen en la tabla 3. Puede observarse, que los valores de la Autonomía Financiera son bastante estables para las empresas privadas, oscilando sus promedios sectoriales entre 35% y 70%, mientras que los promedios para las empresas públicas oscilan entre -348% y 85%. Es obvio pues que las empresas privadas tienen una mayor homogeneidad a través de los distintos sectores que las empresas públicas. También es cierto que el número de empresas privadas en cada sector es mucho mayor que el de empresas públicas (véanse las dos primeras columnas de la tabla 1), y ello puede contribuir a amortiguar posibles valores extremos del ratio para algunas empresas. Sin embargo, aun si se desciende al nivel de empresa, el rango de la Autonomía Financiera en la muestra es de (-244%, 600%) para las empresas privadas, y de (-5113%, 1200%) para las empresas públicas (a pesar de ser bastantes menos).

De forma aún más evidente que en el caso de la Tasa de Endeudamiento, pueden apreciarse en la tabla 3 las diferencias que con respecto al grado de Autonomía Financiera existen entre empresas privadas y públicas. Las empresas públicas consistentemente tienen una Autonomía Financiera menor que las empresas privadas de su mismo sector (salvo en los sectores 12 (Minerales metálicos), 22 (Química para consumo final), 41 (Cuero y calzado), 43 (Madera, corcho y muebles), 45 (Artes gráficas y edición)). Sin embargo, a pesar de que los tres últimos pertenecen al Gran sector 11 (Industrias Manufactureras no Alimentarias), ello no es suficiente para que en dicho Gran sector, al igual que en todos los demás, las empresas privadas muestren, en promedio, una mayor Autonomía Financiera que las empresas públicas. Al igual que en los sectores, en los Grandes sectores la Autonomía Financiera de las empresas privadas es muy similar, entre el 41% y el 66%, mientras que las empresas públicas oscilan entre un -89% y un 47%. Los valores mediana de la Autonomía Financiera son del 55% para las empresas públicas, y

T A B L A 3

A U T O N O M I A F I N A N C I E R A

SECTOR	PRIVADAS	PUBLICAS	G. SECTOR PRIVADAS	PUBLICAS
12	0,52	< 0,68		
* 13	0,61	0,18	5	0,56 0,47
14	0,37	0,06		
15	0,55	0,43	6	0,41 0,24
16	0,62	-0,02	7	0,64 -0,02
20	0,66	0,46		
21	0,64	0,28		
22	0,68	< 0,75		
* 23	0,56	0,55	8	0,66 0,48
24	0,53	-0,15		
26	0,50	0,29		
* 28	0,37	0,33		
29	0,37	0,05		
30	0,58	-0,17		
31	0,35	-0,38		
32	0,43	0,21		
33	0,70	0,18	9	0,49 -0,05
* 35	0,64	0,64		
36	0,69	-0,61		
37	0,54	-0,19		
38	0,60	-0,60		
* 39	0,60	-0,59	10	0,61 -0,52
40	0,55	-0,07		
41	0,46	< 0,60		
42	0,57	0,25		
43	0,55	< 0,59		
* 44	0,55	-3,48		
45	0,56	< 0,85		
46	0,53	-0,15		
47	0,62	-0,16	11	0,55 -0,85

Un asterisco denota que los promedios no son significativamente diferentes.

del 18% para las empresas privadas.

Dos razones fundamentales pueden explicar el menor grado de Autonomía Financiera que en promedio se observa en las empresas públicas:

- 1) Por una lado, existe una cuestión de fondo que no es otra que el hecho de que los peores resultados de las empresas públicas en los últimos años ha exigido a éstas mayores recursos financieros.
- 2) Por otro lado, hay cuestiones de forma. Existen razones, ya expuestas en la Introducción, por las cuales las empresas públicas tienen una mayor facilidad para proveerse de recursos ajenos. Además, hemos de mencionar una vez más la inclusión de los préstamos del holding entre los recursos ajenos de las empresas.

[2] A veces se incluyen únicamente los fondos ajenos procedentes de instituciones de crédito, es decir, el agregado de 3.2.b y 4.1 en el estado de Equilibrio Financiero, y no el total de los recursos ajenos de la empresa.

[3] Todos los valores medios presentados en el trabajo se han obtenido ponderando cada empresa por su tamaño, de acuerdo con los criterios discutidos en el apéndice 1. En las tablas de promedios sectoriales que se presentan en este trabajo, se señalan los casos en que las diferencias entre los promedios de una variable para las empresas públicas y privadas no son significativos al 95% . Este contraste se hace bajo el supuesto de que las varianzas poblacionales son iguales en ambos grupos de empresas, aunque desconocidas. Entonces, la diferencia de medias es significativa si es mayor que el doble de σ , donde $\hat{\sigma}^2$, la estimación de la varianza común a ambos a ambos subgrupos, se obtiene de:

$$\hat{\sigma}^2 = \frac{\sum (T_i - 1) \cdot \hat{\sigma}_i^2}{T_1 + T_2 - 2} \quad \text{donde } i = \text{privadas, públicas.}$$

APENDICE A LA SECCION II

Algunos Problemas Técnicos en la Utilización de la Tasa de Endeudamiento y la Autonomía Financiera

Como hemos comentado en el texto de esta sección, cuando se utilizan estos ratios financieros en nuestra muestra aparecen dos tipos de problemas, concerniendo respectivamente, al signo y al rango de estas medidas. A pesar de que esta discusión se va a centrar en aspectos concretos de la aplicación que se hace en este trabajo, es importante observar que estas cuestiones son bastante generales, y aplican a cualquier trabajo empírico con ratios financieros.

Respecto a la Tasa de Endeudamiento:

a) SIGNO: A pesar de que el volumen de recursos ajenos de una empresa es positivo por naturaleza, sin embargo el valor de la Tasa de Endeudamiento de una empresa puede ser negativo, debido a que la empresa tenga un Patrimonio Neto negativo (Ya vimos en la tabla 1 que esto ocurre con un cierto número de empresas en la muestra). En principio no deberían obtenerse valores negativos para una medida de endeudamiento, y desde luego, no admiten una interpretación literal. Por ejemplo, en el sentido de que un endeudamiento negativo sea sinónimo de una posición acreedora de la empresa.

A efectos de los valores de la Tasa de Endeudamiento (tabla 2), excepto en el sector 12, cuando aparece una Tasa de Endeudamiento promedio negativa es siempre para las empresas públicas. En tal caso, la empresa representativa del sector no solo carece de recursos propios (lo que ocurriría con un Patrimonio Neto nulo), sino que además, parte de sus recursos ajenos deben utilizarse para equilibrar el valor negativo del Patrimonio, sin duda producido por las pérdidas arrastradas de ejercicios anteriores. Así, parece lógico considerar a una empresa con Tasa de Endeudamiento negativa como en una situación de endeudamiento peor que cualquier otra empresa con Tasa de Endeudamiento positiva. Este es el criterio que hemos utilizado

en esta sección para interpretar comparativamente los resultados de endeudamiento de las empresas privadas y públicas.

Una dificultad adicional surge al tratar de comparar entre sí empresas que tienen Tasa de Endeudamiento negativas: Es claro que entre dos empresas que tienen tasas de endeudamiento positivas, aquella con la menor tasa es la menos endeudada. Por otra parte, en el párrafo anterior hemos alcanzado el convenio de que si una empresa tiene Tasa de Endeudamiento negativa y otra empresa la tiene positiva, la primera empresa, a pesar de tener una Tasa numéricamente menor, debe considerarse como más endeudada. Sin embargo, si dos empresas tienen tasas de endeudamiento negativas, resulta imposible hacer ninguna afirmación acerca de su endeudamiento relativo. Esto ocurre porque dadas dos empresas con Patrimonio Neto negativo, aquella con un Patrimonio Neto negativo mayor en valor absoluto, y por tanto, con una Tasa de Endeudamiento mayor (puesto que es negativa), está "peor" desde el punto de vista del endeudamiento. Por otra parte, siempre es cierto que cuanto mayores sean los Recursos Ajenos de la empresa, y consecuentemente menor sea la Tasa de Endeudamiento (puesto que mantenemos $\text{Patrimonio Neto} < 0$), "peor" será su situación de endeudamiento.

Por lo tanto, la magnitud de una Tasa de Endeudamiento negativa refleja dos efectos de significado opuesto. Si una empresa A tiene una Tasa de Endeudamiento menor que otra empresa B (y ambas negativas), no podríamos saber si ello se debe a que A tiene más recursos ajenos que B (lo que nos llevaría a concluir que A está más endeudada que B), o un Patrimonio Neto menos negativo que B, lo que nos inclinaría a pensar que A no tiene una situación tan mala como la de B.

Aparece así una discontinuidad en la ordenación de las empresas de acuerdo con su situación de endeudamiento: Si la Tasa de Endeudamiento es positiva, entonces "menor" significa "mejor", pero un valor negativo, a pesar de ser aritméticamente menor que cualquier valor positivo, sin embargo denota una situación de endeudamiento "peor". El problema se complica al no poder comparar empresas con Tasa de Endeudamiento negativas, por las razones que hemos expuesto.

b) RANGO: La razón por la que el rango de valores de la Tasa de Endeudamiento es tan excesivamente amplio es que el Patrimonio Neto de la empresa, que entra como denominador en esta tasa, puede tomar valores arbitrariamente próximos a cero en comparación con el numerador. En el caso que nos ocupa, Tasas de Endeudamiento de hasta 6.0 que aparecen en la tabla 1 (por no citar Tasas negativas de hasta 30 y 50 en valor absoluto), son "excesivamente" grandes, y serían engañosas si se tomaran literalmente como indicadoras de la situación de endeudamiento de la empresa (por ejemplo, interpretándolos como porcentajes).

Respecto a la Autonomía Financiera:

Como puede verse en la tabla 3, la Autonomía Financiera promedio de algunos sectores (públicos) toma valores negativos. Este es el caso de empresas en las que el Patrimonio Neto es negativo, y de una magnitud suficiente como para compensar el saldo, siempre positivo, de la cuenta de Capital. El signo negativo del alto promedio de las empresas públicas del sector 44 viene producido por una empresa de este tipo, que a pesar de contar con un tamaño relativo del 7% dentro de su grupo, tiene un valor de su Autonomía Financiera de -5.110%, suficientemente alto para generar un promedio negativo para la Autonomía Financiera de las empresas públicas del sector, incluso tras la ponderación por los tamaños de las empresas⁴.

Este es, de nuevo, un problema provocado por un Patrimonio Neto negativo. Si éste es de magnitud similar al total de los recursos ajenos de la empresa, entonces el denominador del ratio de Autonomía Financiera puede ser arbitrariamente próximo a cero, y por consiguiente, la tasa de Autonomía Financiera podría ser de una magnitud muy elevada.

[4] Un problema numérico especialmente importante con este ratio es el de aquellas empresas que teniendo un Patrimonio Neto negativo y superior en valor absoluto al volumen de recursos ajenos, poseen una ratio de Autonomía Financiera positivo, y por tanto obviamente engañoso. Esta es una situación especialmente anómala, pues además de la impresión equivocada que produce los valores positivos así obtenidos

para la Autonomía Financiera , una empresa con estas características tiene un Pasivo Neto negativo, lo que ya deja de tener sentido a efectos contables. Hemos podido detectar 10 empresas (9 privadas y una pública) con estas características, que fueron excluidas de la muestra. Estas empresas tienen (necesariamente) un agregado de Acreedores y Proveedores que supera la financiación permanente, que es negativa. Aunque podría cuestionarse la conveniencia de su inclusión o exclusión en la muestra, cabe decir que todas ellas eran de pequeño tamaño, lo que junto con el hecho de ser en su mayoría privadas, hace de éste un problema prácticamente irrelevante.

III. UNA MEDIDA ALTERNATIVA DEL SANEAMIENTO DE UNA EMPRESA.

De acuerdo con el estado de Equilibrio Financiero (ver figura 2), los recursos ajenos de una empresa, junto con su Patrimonio Neto se utilizan para financiar el Activo Inmovilizado de la empresa, así como su Activo Circulante Neto. En lo sucesivo, llamaremos Capital Económico de una empresa al agregado de su Inmovilizado Neto más sus Existencias, como un indicador del capital productivo de la empresa⁵. Por otra parte, al Activo Circulante Neto, incluyendo la cuenta de Proveedores así como la de Acreedores, pero excluyendo las Existencias, lo llamamos Circulante Financiero de la empresa (ver figura 3.1). Esencialmente, con los conceptos que acabamos de introducir, el estado de Equilibrio Financiero puede resumirse del modo que aparece en la figura 3.2 .

Algunas Dificultades con el análisis habitual del estado de Equilibrio Financiero.

La práctica habitual de agregar el Capital Económico de la empresa con su Circulante Financiero y considerar este agregado como el Activo total a financiar, así como la de considerar el total de Recursos Ajenos como la deuda contraída por la empresa, es equivoco, por dos razones:

1) El total de Recursos Ajenos de la empresa no es un buen indicador de la posición deudora de la empresa:

Porque el saldo neto de las cuentas de Clientes y Proveedores por un lado y la de las cuentas de Deudores y Acreedores por otro, puede ser negativo, lo que significa que, además de tener recursos ajenos a plazo para financiar su actividad, la empresa está endeudada con las empresas que le proporcionan bienes y servicios. En tal caso, este saldo neto debería añadirse al volumen de Recursos Ajenos a plazo de la empresa para tener una idea más adecuada de su posición deudora. Nuestro examen de la Central de Balances para el ejercicio 1984 nos ha permitido observar que el

FIGURA 3.1

CAPITAL ECONOMICO	{	Activo Inmovilizado Neto	Patrimonio Neto
		- - - - -	- - - - -
CIRCULANTE FINANCIERO	{	Existencias	- - - - -
		Cientes	Recursos Ajenos a Corto Plazo
		Proveedores (-)	
		Deudores	Recursos Ajenos a Largo Plazo
		Acreeedores (-)	
		Tesorería	

FIGURA 3.2

CAPITAL ECONOMICO	PATRIMONIO NETO
CIRCULANTE FINANCIERO	RECURSOS AJENOS

FIGURA 3.3

CAPITAL ECONOMICO	PATRIMONIO NETO
	DEUDA NETA

porcentaje de empresas con Circulante Financiero negativo no es despreciable, como puede verse en la tabla 1, y en todo caso, el valor absoluto del saldo neto de ambos pares de cuentas es sorprendentemente alto.

En un principio, podría pensarse que mantener un Circulante Financiero negativo es un modo de financiar la empresa sin coste, pero esta interpretación podría ser errónea: Por una parte, es cierto que un saldo negativo del Circulante Financiero no genera un flujo de pagos de intereses del modo que lo hace el resto de los recursos ajenos, pero por otra parte, las facturaciones a plazo incorporan los costes financieros en los precios de manera implícita. En la medida en que esto ocurra, un saldo negativo del Circulante Financiero se hace aún más equiparable a un incremento en el volumen de Recursos Ajenos de la empresa.

Cuando una empresa mantiene un Circulante Financiero positivo, como es habitualmente el caso, entonces dicha empresa está financiando a sus clientes, y necesitando a su vez de préstamos para financiar estas deudas con los clientes. En caso de liquidación de la empresa, estos saldos serían presumiblemente cobrados en un plazo breve (suponemos que se han hecho las provisiones por clientes de dudoso cobro, así como por insolvencias), y por tanto, deberían descontarse del total de los recursos ajenos cuando se quiere evaluar la situación de endeudamiento de la empresa.

[5] Con esta nomenclatura, estamos introduciendo nuestra impresión de que en la cuenta de Inmovilizado Financiero se recoge la inversión de la empresa en activos financieros de otras empresas únicamente cuando dicha inversión responde al interés de la empresa de mantener una participación permanente en las empresas cuyos activos adquirió.

2) El significado e importancia de la cuenta de Tesorería.

Como puede verse en la tabla 4, la cuenta de Tesorería tiene una sorprendente importancia en las empresas industriales españolas, siendo incluso superior en algunos casos al total de los recursos ajenos de la empresa.

T A B L A 4

Promedios de Tesoreria

Sector	TE/CF		TE/RA	
	Privadas	Publicas	Privadas	Publicas
12	22	30 *	9	59
13	20	14 *	19	25
14	80	32	16	2
15	110	16	12	3
16	-173	-17 *	41	1
20	21	31 *	86	12
21	28	-20	332	9
22	22	-111	81	36
23	18	11	77	12
24	119	7	103	11
26	36	23 *	35	6
28	-80	-166 *	17	7
29	14	-107	21	2
30	40	338	40	4
31	2	-77	117	7
32	29	5	39	1
33	28	7	792	2
35	117	43	65	202
36	14	-34 *	195	13
37	102	43 *	34	10
38	-16	59	73	4
39	0	-1 *	142	4
40	36	167	24	13
41	28	6	40	2
42	-9	-8 *	173	4
43	23	-100	21	63
44	29	-2	36	3
45	35	-15	73	127409
46	29	2 *	53	11
47	20	51	46	4

TE : Tesoreria
 CF : Circulante Financiero
 RA : Recursos Ajenos

Un asterisco denota que los promedios no son significativamente diferentes.

TABLA 4 (cont.)

VALORES PROMEDIO DE TESORERIA

Gran sector	Tesorería(millones)		Tesorería / Recursos ajenos		Tesorería / Circulante Financiero			Deudas a H y SS / Tesorería	
	Empresas privadas	Empresas públicas	Empresas privadas	Empresas públicas	Empresas privadas	Empresas públicas	Todas las empresas	Empresas privadas	Empresas públicas
5	59.72	245.83	.13	.41					
6	358.75	851.82	.15	.02	.21	.23	.22	2.97	1.43
7	54.05	94.00	.30	.01 ⁽¹⁾	.86	.25	.60	9.85	1.87
8	113.33	265.64	1.44	.12	-.52	-.17 ⁽¹⁾	-.51	3.11	6.93
9	157.23	518.00	.70	.06	.33	.22	.32	5.63	3.10
10	104.62	247.42	1.30	.12	.47	-.45	.34	3.68	3.42
11	90.54	286.54	.52	212.68	.18	.06*	.17	5.43	7.50
					.27	.29	.27	2.81	7.73

(1) Denota una sola empresa pública en el Gran sector correspondiente.

Activo.

[6] En cuanto que precisan de recursos ajenos si son positivos o permiten liberar un tanto la carga de la financiación ajena si son negativos.

Las definiciones de Deuda Neta y Tasa de Saneamiento.

Por las razones arriba indicadas, proponemos utilizar el concepto de Deuda Neta, definido como la diferencia entre los Recursos Ajenos de la empresa y su Circulante Financiero. De acuerdo con este criterio, un saldo acreedor en la cuenta de Clientes tenderá a rebajar la importancia del volumen de recursos ajenos en la discusión acerca de la situación de endeudamiento de la empresa, mientras que un saldo deudor en la cuenta de Proveedores tenderá a aumentar la Deuda Neta sobre el total de recursos ajenos.

Con la introducción del concepto de Deuda Neta, el estado de Equilibrio Financiero (en forma resumida), pasa a tener el aspecto que recoge la figura 3.3 . Hay que hacer notar que en dicha figura, la Deuda Neta, que forma parte del Pasivo, podría ocasionalmente tener signo negativo, en cuyo caso sería de hecho parte del Activo. Esta sería una empresa en una situación de endeudamiento muy favorable, puesto que su Circulante Financiero no sólo sería positivo, sino que además superaría el volumen de Recursos Ajenos, por lo que la empresa podría eventualmente utilizar parte de su Circulante para amortizar sus Recursos Ajenos, y aún podría disponer de un saldo positivo remanente.

La implicación natural de estas consideraciones es que para juzgar la posición deudora de la empresa se substituya el cociente:

$$\text{Recursos Ajenos} / (\text{Recursos Ajenos} + \text{Patrimonio Neto})$$

Esta cuenta, que mejor podría llamarse de Inversión en Instituciones Financieras, incluye todo tipo de inversión financiera de la empresa excepto las que se hacen con espíritu de mantener una participación permanente en otras empresas, que pasan a contabilizarse como Inmovilizado Financiero. Siendo siempre positiva, requiere de una contrapartida de recursos en el Pasivo de la empresa, ya sea en la forma de recursos propios (Patrimonio Neto) o en la de recursos ajenos, de modo que se alcance el equilibrio financiero.

En caso de liquidación de la empresa, las inversiones incluidas en esta cuenta pueden considerarse realizables en plazo breve aunque quizá con alguna pérdida de capital. La liquidez obtenida de este modo cancelaría parte del saldo de recursos ajenos, por lo que la empresa tendría una deuda neta, inferior a lo que su saldo de recursos ajenos parecería indicar. Esta consideración sugiere por tanto la deducción del total de recursos ajenos de la empresa de al menos este componente del Circulante Financiero. Esta sugerencia adquiere especial importancia a la vista de la magnitud de las cifras presentadas en la tabla 4.

3) La Provisionalidad del Circulante Financiero.

Es de esperar que tanto la Tesorería como los saldos netos Clientes-Proveedores y Deudores-Acreedores sean de naturaleza muy transitoria, siendo incluso bastante verosímil que su signo varíe a lo largo del ejercicio económico, por lo que su consideración como parte del endeudamiento de la empresa puede inducir a cierta confusión⁶. No parece muy lógico que la discusión acerca de la situación de saneamiento de la empresa deba verse afectada por las fluctuaciones contables a corto plazo. El desajuste entre Clientes y Proveedores, por ejemplo, proviene de unas ventas ya hechas aunque aún no cobradas, o de unas compras ya realizadas y aún no totalmente pagadas. En todo caso, estas son cuestiones puramente de política comercial de la empresa, y al discutir la situación de endeudamiento de la empresa debería tenerse en cuenta que parte de los recursos ajenos de los que la empresa se ha provisto estaban encaminados a financiar estos movimientos transitorios en su

por el cociente:

$$\text{Deuda Neta} / (\text{Deuda Neta} + \text{Patrimonio Neto}) = \text{Deuda Neta} / \text{Capital Económico.}$$

que definimos como Ratio de Endeudamiento. Como puede verse, la diferencia entre ambas medidas reside en la consideración del Circulante Financiero al analizar la posición de endeudamiento de la empresa. En tanto en cuanto el Capital Económico de la empresa (Inmovilizado Neto más Existencias) se corresponda con el valor de liquidación del Activo de la empresa, el Ratio de Endeudamiento nos diría si dicho valor de liquidación es o no suficiente como para hacer frente a la Deuda Neta.

Por supuesto, en la práctica puede ocurrir que el Capital Económico que hemos definido no sea sino una aproximación al valor de mercado del Inmovilizado más Existencias. Ello depende del grado de adecuación de la valoración contable a la valoración de mercado.

Este Ratio de Endeudamiento que proponemos no es independiente de la Tasa de Endeudamiento habitualmente utilizada, y que hemos designado en II.a por Tasa de Endeudamiento. En efecto, es fácil comprobar la siguiente relación:

$$\text{Tasa de Endeudamiento} = (1 - \text{Ratio de Endeudamiento})^{-1} - \\ (1 - \text{Circulante Financiero}/\text{Patrimonio Neto})$$

es decir, que la relación entre ambas medidas es directa, y su diferencia viene esencialmente dada por la magnitud relativa del Circulante Financiero y del Patrimonio Neto de la empresa. Mientras que la Tasa de Endeudamiento habitual ignora el tamaño del Circulante Financiero, empresas con un Circulante Financiero positivo tenderán a estar menos endeudadas con nuestro ratio RE que con la Tasa de Endeudamiento habitual, y lo contrario ocurrirá para empresas con Circulante Financiero negativo.

La anterior relación puede interpretarse equivocadamente pensando que, al incluir el circulante financiero entre la deuda neta, y utilizar esta definición de

deuda en el Ratio de Endeudamiento, se está utilizando una medida de endeudamiento que está sujeta a una magnitud tan volátil como es el circulante financiero. Muy al contrario, esto es precisamente lo que se evita al incluir esta variable en la Deuda Neta.

Supóngase, por ejemplo, una situación en que el Patrimonio Neto y el Capital Económico son constantes. Por el contrario, el Circulante Financiero fluctúa, compensándose con variaciones en los recursos ajenos. Si así fuese, nuestro Ratio de Endeudamiento sería constante, porque lo sería la Deuda Neta, mientras que la Tasa habitual de Endeudamiento recogerá las influencias del Circulante Financiero.

Por otro lado, definimos el complementario del Ratio de Endeudamiento:

$$1 - (\text{Deuda Neta} / \text{Capital Económico}) =$$

$$(\text{Capital Económico} - \text{Deuda Neta}) / \text{Capital Económico} =$$

$$\text{Patrimonio Neto} / \text{Capital Económico}$$

como Tasa de Saneamiento. Cuanto mayor sea el Patrimonio Neto en relación al Capital Económico, más saneada está una empresa. Un valor de la Tasa de Saneamiento superior a la unidad denota una situación en que la empresa podría liquidarse, obteniendo por ella un valor igual al Capital Económico (de nuevo, suponiendo cierta adecuación entre valoración contable y valoración de mercado), instalar otra empresa con un mismo Patrimonio Neto, y aún podría reservarse un saldo positivo remanente. A las empresas en estas condiciones les corresponde un valor negativo del Ratio de Endeudamiento.

La Tasa de Saneamiento admite también una interpretación en términos de la posible "descapitalización" de una empresa. Una empresa está tanto más descapitalizada cuanto menor es su Patrimonio Neto en relación a su Capital Económico. Valores de la Tasa de Saneamiento inferiores a la unidad indican empresas que están en una situación de descapitalización, tanto más importante cuanto menor sea el valor de la Tasa de Saneamiento. Por otra parte, empresas con Tasas de

Saneamiento superiores a la unidad muestran empresas sobrecapitalizadas, que pueden entenderse como financiadoras de terceros, puesto que su Deuda Neta deberá ser necesariamente negativa, es decir, su Circulante Financiero es no sólo positivo sino además superior al volumen de sus Recursos Ajenos.

La tabla 5 muestra los promedios por sectores así como por Grandes sectores de las Tasa de Saneamiento de las empresas privadas y públicas. De nuevo, las diferencias son bastante claras: Excepto en los sectores 12 (Minerales metálicos), 23 (Química para Agricultura), 41 (Cuero y Calzado) y 45 (Artes gráficas y edición), el saneamiento de las empresas privadas es mayor que el de las públicas. Las diferencias entre los valores de las Tasas de Saneamiento para ambos grupos de empresas son en su mayoría notables.

Los valores mediana de la Tasa de Saneamiento para los sectores industriales considerados son de 74% para las empresas públicas, y de 22% para las empresas privadas. El histograma de frecuencias de esta variable, así como el de la Autonomía Financiera, aparecen en las figuras 4.1 y 4.2. Las cifras sobre cada rectángulo denotan el número de sectores con Tasa de Saneamiento (o Autonomía Financiera) en el rango que aparece en el eje de abscisas. En dicha figura aparecen claramente las diferencias entre el saneamiento de ambos grupos: En tres cuartas partes de los sectores, las empresas públicas tienen en promedio una Tasa de Saneamiento inferior al 50%, lo que sólo ocurre con las empresas privadas en un sector. En más de la mitad de los sectores, las empresas privadas tiene un saneamiento entre 70% y 90%, mientras que en más de la tercera parte de los sectores, las empresas públicas tienen un saneamiento inferior al 10%.

Como puede verse en el histograma de la Autonomía Financiera, mientras que en más de 2/3 de los sectores las empresas privadas tienen una autonomía comprendida entre un 50% y un 70%, la Autonomía Financiera de las empresas públicas es inferior al 30%. Los valores mediana de esta variable son del 58% para las empresas privadas y del 18% para las empresas públicas.

T A B L A 5

T A S A D E S A N E A M I E N T O

SECTOR	PRIVADAS	PUBLICAS	G. SECTOR PRIVADAS PUBLICAS		
* 12	0,63	< 0,83			
* 13	0,71	0,33	5	0,66	0,62
14	0,46	0,12			
15	0,66	0,48	6	0,50	0,29
16	0,82	-0,02	7	0,79	-0,02
20	0,85	0,54			
21	0,75	0,22			
22	0,97	0,69			
* 23	0,64	< 0,71	8	0,83	0,56
24	0,74	-0,16			
26	0,80	0,49			
* 28	0,51	0,45			
29	0,61	0,06			
30	0,81	0,18			
31	0,90	-0,19			
32	0,91	0,29			
33	1,14	0,24	9	0,73	0,04
* 35	0,84	0,65			
36	0,77	-0,15			
37	0,65	-0,27			
38	0,68	-0,68			
39	0,71	-0,01	10	0,72	-0,17
40	0,74	-0,05			
* 41	0,66	< 0,67			
42	0,87	0,19			
43	0,73	0,47			
44	0,65	0,13			
* 45	0,87	< 1,22			
46	0,78	0,05			
47	1,06	-0,17	11	0,77	0,37

Un asterísco denota que los promedios no son significativamente diferentes.

FIGURA 4.2.

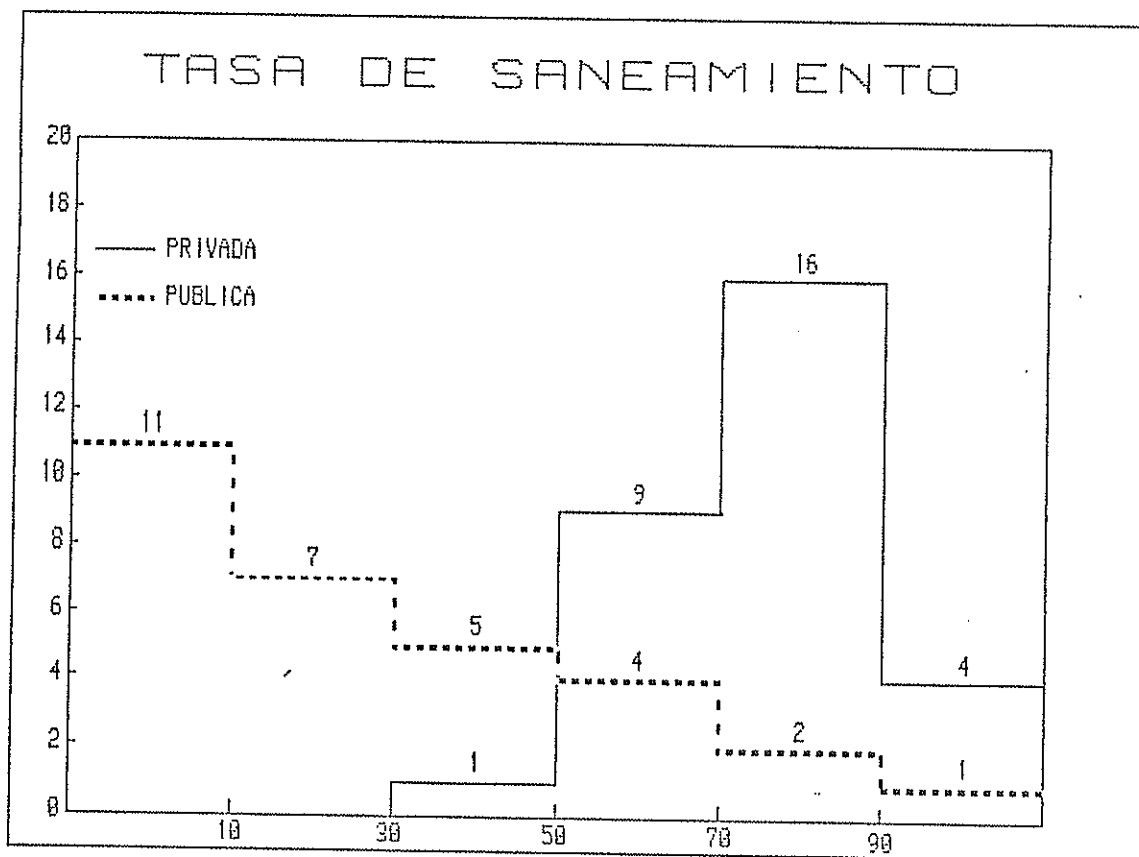
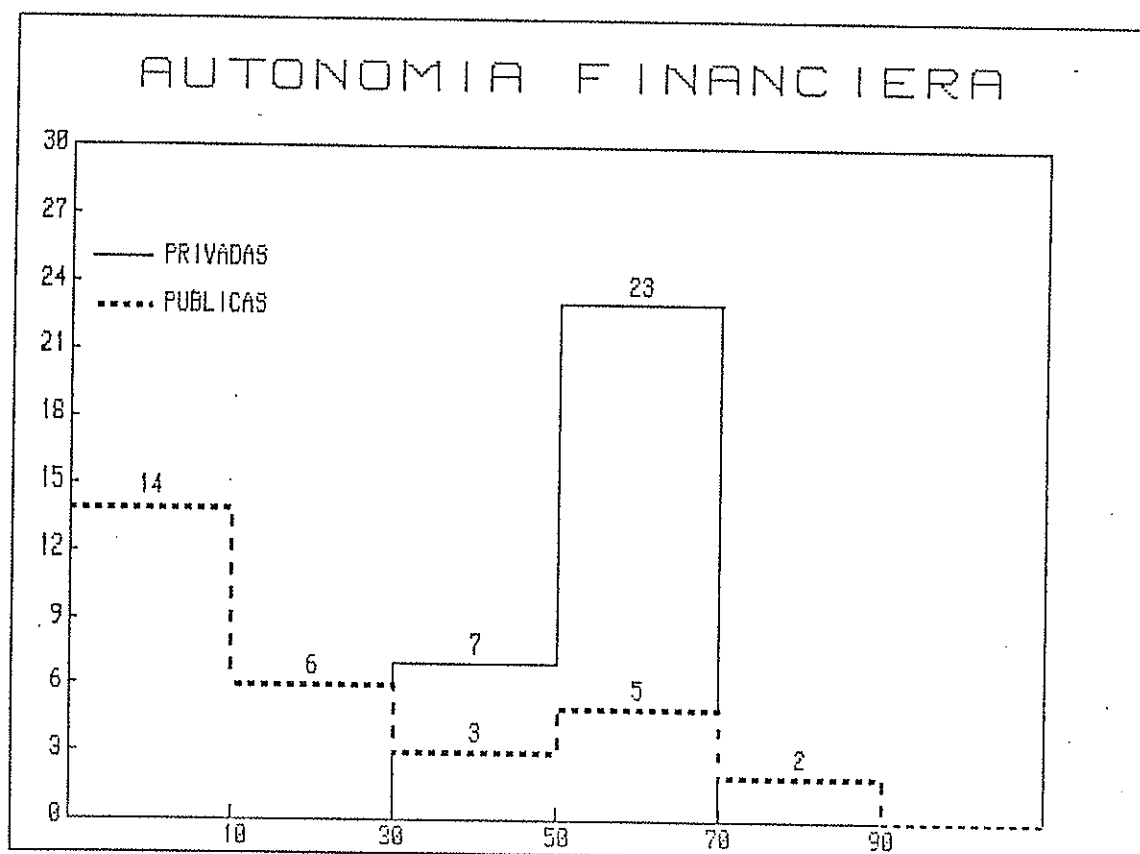


FIGURA 4.1



Un Estudio Comparativo de la Tasa de Saneamiento.

Como discutimos en la sección II.b, el grado de Autonomía Financiera de una empresa muestra el lado positivo de la situación de endeudamiento de la misma. De hecho, allí mostramos que la Autonomía Financiera no es sino una función inversa de la Tasa de Endeudamiento de la empresa. Por otra parte, en la sección anterior hemos introducido una medida alternativa de saneamiento de una empresa, la Tasa de Saneamiento. Ambos indicadores miden las dos caras de una misma característica de la empresa, y pueden estudiarse alternativamente. En esta sección vamos a analizar las propiedades de esta Tasa de Saneamiento. En particular, ordenaremos un conjunto de empresas de acuerdo con los valores de sus Tasas de Saneamiento y compararemos dichas ordenaciones con las que genera el grado de Autonomía Financiera de las empresas.

Comencemos notando que hay una cierta relación entre la Tasa de Saneamiento de una empresa y su grado de Autonomía Financiera. En efecto, ambos ratios pueden escribirse:

$$\text{Autonomía Financiera} = \frac{1}{1 + \text{RA/PN}} ; \quad \text{Tasa de Saneamiento} = \frac{1}{1 + \text{DN/PN}} ;$$

RA : Recursos Ajenos

PN : Patrimonio Neto

DN : Deuda Neta

por lo que, de acuerdo con su Autonomía Financiera, una empresa A está más "saneada" que otra empresa B (o más exactamente tiene una mayor autonomía financiera) si se tiene:

$$(\text{Recursos Ajenos/Patrimonio Neto})_A < (\text{Recursos Ajenos/Patrimonio Neto})_B$$

mientras que de acuerdo con nuestra Tasa de Saneamiento, la empresa A está más saneada que la empresa B si se tiene que:

$$(Deuda\ Neta/Patrimonio\ Neto)_A < (Deuda\ Neta/Patrimonio\ Neto)_B$$

es decir, si:

$$\left(\frac{RA - CF}{PN} \right)_A < \left(\frac{RA - CF}{PN} \right)_B$$

CF : Circulante Financiero

por lo que, de nuevo, la diferencia entre ambas medidas se reduce a la posible consideración del Circulante Financiero . Así, podría ocurrir que una empresa A tuviera una autonomía financiera mayor que otra empresa B , y a pesar de ello, estar menos saneada porque B tiene un Circulante Financiero (suficientemente) mayor que el de A .

Como ejemplo práctico, vamos a analizar la ordenación de empresas que se obtiene dentro de un sector tanto de acuerdo con sus grados de Autonomía Financiera como con la Tasa de Saneamiento que acabamos de introducir:

[Incluir la tabla 6]

Hay⁷ diferencias apreciables en la clasificación de las empresas de este sector de acuerdo con ambos criterios: La empresa situada en primer lugar de acuerdo con la Tasa de Saneamiento ocupa tan sólo la posición 5 del ranking según el grado de Autonomía Financiera, mientras que la empresa que ocupa la segunda posición de acuerdo con el grado de Autonomía Financiera baja hasta la posición 7 de acuerdo con la Tasa de Saneamiento . En el primer caso, ésta es una empresa con Circulante Financiero positivo y de importante tamaño. Concretamente, ésta es la única empresa del sector con un Circulante Financiero superior a su Capital Económico, por lo que la Tasa de Saneamiento premia a esta empresa con respecto a la Autonomía Financiera . El segundo caso es el de una empresa con Circulante Financiero

TABLA 6

SECTOR 12. Minerales Metálicos.

PN	KE	CF	RA	TE=RA/PN	POSICION SEGUN AF	AF	RE	TS=1-RE	POSICION SEGUN TS
+ 2453	1393	1588	2116	.22	5	.82	-.76	1.76	1
5749	4124	1884	259	.05	3	.96	-.39	1.39	2
+ 8770	8003	767	767	.0	1	1.0	-.10	1.10	3
65	62	13	10	.15	4	.87	-.05	1.05	4

40	54	52	66	1.65	7	.38	.26	.74	5
22146	41360	1735	20949	.95	6	.51	.45	.54	6
+ 68	149	-80	1	.01	2	.99	.54	.46	7
1452	4090	223	2861	1.97	9	.34	.64	.36	8
+ 5733	15832	643	10742	1.87	8	.35	.64	.36	8
-171	2152	-43	2280	-13.33	10	-.08	1.08	-.08	10

Nota: Una cruz denota que la empresa es pública.

TABLA 7

RANKING EN EL SECTOR 13

(14 empresas, 12 de ellas privadas y 2 públicas)

Según TS	Según AF	TS	AF	CF/KE
1	1	1.56	1.0	.56
2 +	6	1.27	.80	.59
3	5	1.13	.87	.29
4	7	1.06	.79	.34
5	2	1.05	1.0	.05

6	4	.80	.92	1.00
7	8	.63	.57	.10
8	10	.63	.45	.40
9	9	.57	.47	.20
10	3	.54	.98	-.45
11	11	.52	.33	.57
12	12	.26	.24	.09
13	13	.09	.08	.07
14 +	14	-.37	-.27	.34

Nota: Una cruz denota que la empresa es pública.

negativo y de magnitud asimismo importante (más del 50% de su Capital Económico), por lo que la empresa se financia en parte por medio de los saldos deudores que mantiene fuera y/o dentro de la explotación, y consecuentemente será penalizada por la Tasa de Saneamiento con respecto a la ordenación que se obtiene mediante el grado de Autonomía Financiera.

En la sección II, y en especial en el apéndice a dicha sección, hemos discutido en detalle algunos problemas que surgen en el uso de los ratios que allí se consideraban. En el apéndice a esta sección III se explica cómo la Tasa de Saneamiento aquí introducida resuelve en gran medida estas dificultades. El lector que no esté interesado en estos detalles, puede sin embargo omitir la lectura del apéndice sin perder continuidad.

Hemos introducido en esta sección el concepto de Deuda Neta, definido como el volumen de Recursos Ajenos de la empresa neto del Circulante Financiero. Hemos justificado la utilización de este concepto basándonos en: a) que los Recursos Ajenos considerados por sí solos no parecen un buen indicador del volumen de deudas de la empresa; b) la importancia de algunas partidas del Circulante, como por ejemplo la Tesorería; y c) la volatilidad de las cuentas del Circulante.

A partir de la Deuda Neta, hemos definido la Tasa de Saneamiento de una empresa, y hemos comparado esta medida de saneamiento/endeudamiento, con otras habituales en la literatura, para argumentar que la Tasa de Saneamiento es una mejor medida. Esto es especialmente cierto en casos como el español, en que hay un número de empresas que presentan cifras de Patrimonio Neto negativas. Puesto que la Deuda Neta es la variable alrededor de la que gira toda nuestra discusión, parece natural ahora proceder a examinar la importancia, composición y financiación de las distintas cuentas que la integran.

[7] En este sector se hallaba incluida en la Central de Balances una empresa pública con Capital Económico igual a cero, es decir, sin Inmovilizado neto y sin

Existencias, además de con un Patrimonio Neto de -36 millones de pesetas, que al igual que otras empresas de características similares, fueron excluidas de la muestra previamente a la realización de este trabajo.

APENDICE A LA SECCION III

La Tasa de Saneamiento de empresas con Patrimonio Neto negativo.

La discusión que llevamos a cabo en el apéndice a la sección anterior se centró sobre los problemas que surgen con el uso de la Tasa de Endeudamiento y de la Autonomía Financiera en empresas con Patrimonio Neto negativo. Allí se vio que la Tasa de Endeudamiento no permite comparar empresas de Patrimonio Neto negativo con otras de Patrimonio positivo. Veamos cómo resultan la Autonomía Financiera y la Tasa de Saneamiento en una situación de este tipo: Consideremos una situación hipotética en que se analizasen las dos empresas:

EMPRESA	RA	FN	TE	AF	POSICION	POSICION
					SEGUN AF	SEGUN TS
A	1.0	10.00	.10	.91	2	1
B	1.0	-1.25	-.80	5.00	1	2

TS : Tasa de Saneamiento

La tasa de Autonomía Financiera ordena a estas empresas en sentido opuesto a lo que la lógica financiera dicta. La empresa con Patrimonio Neto positivo resulta con un ratio de Autonomía Financiera inferior al de la empresa con Patrimonio Neto negativo. Tratemus ahora de ordenar a estas empresas según los valores de sus Tasa de Saneamiento :

$$TS(A) = 10.0 / \text{Capital Económico}(A) ;$$

$$TS(B) = -1.25 / \text{Capital Económico}(B) ;$$

y como el Capital Económico de una empresa es necesariamente no negativo, entonces se tendrá $Tasa\ de\ Saneamiento(A) > 0 > Tasa\ de\ Saneamiento(B)$, de acuerdo con el orden que se esperaría conseguir siguiendo argumentos de lógica financiera.

Por otra parte, también se vio en el apéndice a la sección II que la dificultad es aún mayor cuando se pretende comparar entre sí dos empresas con Patrimonio Neto negativo. Ya comentamos la imposibilidad de ordenarlas de acuerdo con sus Tasa de Endeudamiento. El grado de Autonomía Financiera permitiría ordenarlas, pero los valores de la Autonomía Financiera para ambas serían negativos (puesto que hemos excluido de la muestra empresas con valores negativos del agregado: Patrimonio Neto+Recursos Ajenos). Sin embargo, el uso de la Autonomía Financiera (igual a PN/RA) para comparar empresas en casos con Patrimonio Neto negativo está sujeta a la misma crítica que hicimos a la utilización de la Tasa de Endeudamiento:

$$\text{Autonomía Financiera} = \text{Patrimonio Neto} / (\text{Recursos Ajenos} + \text{Patrimonio Neto})$$

Cuando el Patrimonio Neto es negativo, entonces se tiene la siguiente contradicción:

a) Dado un volumen de Recursos Ajenos, cuanto menor es el Patrimonio Neto de la empresa en valor absoluto, mayor es su Autonomía Financiera (recordemos que estamos suponiendo un Patrimonio Neto negativo), lo que concuerda con la intuición de que mayor es en tal caso la autonomía financiera de la empresa.

b) Sin embargo, cuanto mayores son los Recursos Ajenos, mayor es el ratio Autonomía Financiera (de nuevo, recordemos que suponemos Patrimonio Neto < 0), lo que choca con la idea de que en esta situación, mayor es la dependencia de la empresa de fuentes externas de financiación.

El Ratio de Endeudamiento que proponemos:

$$\text{Ratio de Endeudamiento} = \text{Deuda Neta} / \text{Capital Económico} ,$$

rompe con esta contradicción: Valores negativos del Patrimonio Neto de una empresa vienen asociados con valores de la Deuda Neta positivos (véase la figura 2.3) y superiores al Capital Económico de la empresa. Para un Capital Económico dado, cuanto menor sea el valor absoluto del Patrimonio Neto (siendo negativo), menor será

el valor del RE, y menos endeudada, o más saneada estará la empresa. Cuanto mayores sean sus Recursos Ajenos (para un Circulante Financiero dado), mayor será su Deuda Neta y su RE, lo cual es consistente, y no contradictorio, con la observación anterior. Por otra parte, si el Patrimonio Neto de una empresa es positivo, entonces valores mayores de dicho patrimonio vendrán asociados con valores menores del ratio Deuda Neta / Capital Económico y una situación de menor endeudamiento, totalmente de acuerdo con la intuición.

Como consecuencia, su complementario la Tasa de Saneamiento permite ordenar empresas con Patrimonio Neto negativo. La Deuda Neta de tales empresas ha de ser necesariamente positiva, y cuanto más grande sea ésta, mayor será su RE y menor será su saneamiento. Valores negativos del Patrimonio Neto no imponen ningún problema a efectos de establecer comparaciones relativas en términos del saneamiento de las empresas.

Como complemento a esta discusión, es conveniente volver por un momento a la ordenación que se presentó en el texto de las empresas en el sector 12, para hacer algunos comentarios:

Si intentásemos ordenar las empresas de este sector de acuerdo con sus niveles de saneamiento financiero, entonces la empresa con un valor menor de Tasa de Endeudamiento debería ocupar el primer lugar del ranking, mientras que la empresa con un valor mayor de Tasa de Endeudamiento ocuparía la última posición. Esto nos presenta un problema importante, pues si siguiésemos este criterio estrictamente, entonces colocaríamos como empresa más saneada a la que ocupa la última posición del sector en el cuadro anterior, debido a que tiene una Tasa de Endeudamiento negativa, y por tanto, inferior a todas las demás.

El valor negativo de la Tasa de Saneamiento le viene a esta empresa de tener un Patrimonio Neto negativo, mientras que el alto valor absoluto del ratio proviene de que el valor absoluto del Patrimonio Neto es muy inferior al del volumen de Recursos Ajenos de la empresa. Es claro que una empresa de estas características no puede considerarse saneada. Por el contrario, la ordenación de

acuerdo con este criterio debería ser discontinua, y debería colocar a esta empresa al final del ranking, a pesar de ordenar a las demás de acuerdo con los valores crecientes de sus Tasa de Endeudamiento .

La utilización del grado de Autonomía Financiera de la empresa resuelve en este caso la discontinuidad en el criterio de ordenación de empresas: La empresa más saneada es aquella con un grado de Autonomía Financiera mayor, y a partir de ella se ordenan todas las demás por valores decrecientes de su Autonomía Financiera , incluidos los valores negativos de las mismas. Como puede verse en el cuadro anterior, la Tasa de Saneamiento también resuelve este problema, colocando asimismo a la empresa con Patrimonio Neto negativo al final del ranking.

Para finalizar, veamos otro ejemplo de clasificación de un grupo de empresas de acuerdo con su saneamiento financiero, en este caso las empresas del sector 13 (Extracción de minerales).

[Incluir la tabla 7]

Como puede verse, ambas tasas escogen a la misma empresa como la más saneada del sector, y también clasifican de igual manera a las 4 empresas menos saneadas. Hay sin embargo unas diferencias claras entre ambas ordenaciones alrededor de la empresa que ocupa la sexta posición de acuerdo con la Tasa de Saneamiento . El sector presenta dos bloques de empresas claramente diferenciados, y separados por la línea discontinua en la tabla. En efecto, las empresas del primer bloque tienen una Tasa de Saneamiento superior a la unidad, mientras que a partir de la séptima, los niveles de la Tasa de Saneamiento están por debajo de .80 . Los grados de Autonomía Financiera muestran una ruptura similar del sector en estos dos bloques de empresas.

Las diferencias más importantes entre ambos criterios conciernen a la empresa que de acuerdo con la Tasa de Saneamiento ocupa el lugar 10 del ranking, que pasa a ser la tercera de acuerdo con la Autonomía Financiera, mientras que una diferencia algo menos importante se da con la empresa que ocupa el segundo lugar en

la ordenación de acuerdo con la Tasa de Saneamiento , que pasa a ser la 6 de acuerdo con la Autonomía Financiera, aunque ésta tiene la peculiaridad de ser una empresa pública. Es fácil ver cuál es la razón para que se dé un cambio tan radical en la primera de estas dos empresas: Es ésta una empresa con Circulante Financiero negativo, que actúa por tanto financiándose a través de sus Proveedores y Acreedores, y por consiguiente, una empresa que nuestra Tasa de Saneamiento va a penalizar con relación a la visión que de la empresa daría su grado de Autonomía Financiera. Puesto que el Circulante Financiero de la empresa es negativo, la Tasa de Saneamiento lo agrega al total de Recursos Ajenos de la empresa para formar la Deuda Neta , que en esta empresa superaría al total de sus Recursos Ajenos .

IV. LOS COMPONENTES DE LA LA DEUDA NETA.

En esta sección discutimos la importancia relativa, composición y modo de financiación de las partidas que componen la Deuda Neta. Puesto que ésta es la diferencia entre los recursos Ajenos de la empresa y su Circulante Financiero, vamos a ordenar la presentación del siguiente modo: Comenzaremos discutiendo la composición del primer término en ésta definición, los Recursos Ajenos, prestando especial interés a dos cuestiones: 1) El análisis de la estructura de dichos recursos, es decir, la proporción de los mismos que está en la forma de corto y largo plazo, y 2) la proporción de los mismos que procede de entidades bancarias.

Seguiremos con un análisis de la importancia del Circulante Financiero, con especial énfasis en dos cuentas que forman parte del mismo, la Tesorería, y las Deudas a Hacienda y Seguridad Social. Continuaremos examinando la estrategia de financiación del Circulante Financiero, y concluiremos discutiendo la estructura de plazo, pero esta vez de la Deuda Neta.

IV.a Recursos Ajenos a Corto y Largo PLazo.

La tabla 8 muestra los porcentajes de Recursos Ajenos que están en la forma de créditos a corto plazo. Esta proporción se ha obtenido por cociente entre la Financiación bancaria a corto plazo (la cuenta 4 en la figura 2) y la suma de ésta y los Recursos Ajenos a Medio y Largo Plazo (cuenta 3.2 en dicha figura).

Una observación que resulta evidente en dicha tabla son los elevados porcentajes de recursos ajenos que están en la forma de préstamos a corto en el sector privado. Por el contrario, las empresas públicas gozan de una posición de plazo más largo en los préstamos recibidos. Los valores mediana del porcentaje de Recursos Ajenos en la forma de préstamos a corto son del 76% para las empresas

T A B L A 8

Promedios sectoriales de FC/FA Y FB/FA

Sector	F C / F A		F B / F A	
	Privadas	Públicas	Privadas	Públicas
12	0,37	0,01	0,75	0,63
13*	0,68	0,54	0,78	0,97
14	0,49	0,26	0,84	0,68
15	0,72	0,26	0,91	0,86
16	0,79	0,17	0,89	0,89
20	0,73	0,61	0,89	0,96
21	0,75	0,97	0,84	0,97
22	0,84	1,00	0,97	1,00
23	0,81	0,68	0,87	0,69
24	0,73	0,51	0,88	0,85
26	0,82	0,39	0,92	0,64
28	0,76	0,65	0,92	0,77
29	0,83	0,47	0,89	0,89
30	0,82	0,40	0,91	0,59
31	0,54	0,31	0,75	0,90
32	0,80	0,51	0,95	0,82
33	0,88	0,60	0,85	0,62
35	0,70	0,03	0,93	0,03
36	0,36	0,69	0,66	0,68
37*	0,80	0,83	0,88	0,99
38	0,68	0,38	0,87	0,44
39	0,70	0,79	0,83	0,93
40*	0,77	0,61	0,91	0,81
41	0,86	0,64	0,91	1,00
42	0,84	0,37	0,86	0,84
43	0,76	0,94	0,91	1,00
44	0,01	0,43	0,82	0,77
45	0,65	0,03	0,87	0,18
46	0,81	0,82	0,91	0,82
47	0,85	0,75	0,96	0,52

Un asterisco denota que los promedios no son significativamente diferentes.

privadas y del 51% para las empresas públicas (o del 66% y 44% si se calculan por Grandes sectores).

Por otra parte, en 23 de los 30 sectores considerados, las empresas privadas tienen un mayor porcentaje de recursos ajenos en la forma de préstamos a corto que las empresas privadas de su sector. Esta observación viene a corroborar el supuesto de partida de que las empresas públicas tienen un acceso privilegiado a fondos a largo plazo, tanto en su concesión como en sus costes.

IV.b Recursos Ajenos de procedencia bancaria.

Esta subsección examina la importancia relativa que dentro del peso de los Recursos Ajenos de la empresa tiene la financiación procedente de entidades de crédito. Para ello, analizamos el ratio que se obtiene por cociente del agregado de Préstamos a medio y largo plazo de entidades de crédito (cuenta 3.2.b en la figura 2), y Préstamos a corto plazo de entidades de crédito (cuenta 4.1 en la misma figura).

Los resultados de dicha tabla muestran que las empresas privadas tienen un mayor porcentaje de sus recursos ajenos procedentes de entidades bancarias, lo que de nuevo es consistente con el más fácil acceso a circuitos privilegiados de crédito de las empresas públicas, esta vez en la forma de entidades no bancarias. Los valores mediana de ambos grupos son sin embargo, bastante similares, del 88% para las empresas privadas y del 82% para las empresas públicas.

IV.c Análisis del Circulante Financiero de las Empresas Industriales.

IV.c.1 Su Importancia.

En secciones anteriores hemos introducido una medida de Saneamiento empresarial que se diferencia de otras medidas en la consideración del Circulante Financiero de una empresa a efectos de analizar su situación de endeudamiento. Es por tanto obligado preguntarse acerca de la importancia del Circulante Financiero en las empresas de nuestra muestra. Esta sección se dedica al análisis de dicha cuestión.

En la tabla 9 puede comprobarse que el Circulante Financiero de las empresas industriales es realmente de una magnitud apreciable. Resulta a todas luces sorprendente la magnitud de los valores medios en algunos sectores, como en las empresas privadas del sector 29 (Automóviles), o en las empresas públicas de los sectores 31 (construcción naval), y 39 (otras industrias alimentarias y tabaco). Igualmente sorprendente es el hecho de que en 11 de los 30 sectores considerados, las empresas públicas tengan un Circulante Financiero negativo; por el contrario, las empresas privadas tienen promedios positivos salvo una sola excepción.

Ello quiere decir que en un tercio de los sectores, la empresa pública utiliza su Circulante Financiero para financiarse, es decir, que el saldo neto de sus cuentas Clientes-Proveedores y Deudores-Acreedores es negativo. Este resultado corresponde con la opinión generalizada de que la empresa pública "paga mal". Hay que recordar que nuestra definición del Circulante Financiero incluye los saldos netos de Clientes-Proveedores y Deudores-Acreedores, más la cuenta de Tesorería, por lo que un Circulante Financiero negativo significa que el agregado de los dos primeros saldos es negativo, y de un valor absoluto suficientemente elevado como para compensar el saldo, necesariamente positivo, de la cuenta de Tesorería. Ello no hace sino conceder aún una mayor importancia a la observación de un Circulante Financiero negativo en un tercio de los sectores industriales.

T A B L A 9

SECTOR	C. FINANCIERO		C. FINANCIERO/CAP. ECONOMICO	
	PRIVADAS	PUBLICAS	PRIVADAS	PUBLICAS
12	1306	790	0,14	0,19
13	109	2508	0,19	0,45
14	625	13925	0,14	0,39
15	225	4162	0,15	0,14
16	274	-538	0,29	-0,07
20	740	1251	0,31	0,18
21	38	-441	0,18	-0,24
22	817	-9	0,42	-0,07
23	1399	5360	0,16	0,34
24	813	-1212	0,38	0,14
26	390	2349	0,68	1,13
28	3856	530	0,37	0,32
29	16885	9269	0,48	0,16
30	420	23	0,38	0,02
31	-373	-20949	1,26	-0,25
32	3737	6331	1,14	0,29
33	360	990	0,59	0,30
35	390	21	0,30	0,06
36	-89	-2	0,10	-0,04
37	340	3975	0,22	0,37
38	440	840	0,14	0,22
39	429	-23396	0,21	-0,30
40	345	-1346	0,38	-0,13
41	307	662	0,48	0,11
42	88	-3143	0,69	-0,24
43	174	-22	0,33	-0,20
44	701	1274	0,21	-0,05
45	434	-1607	0,50	0,36
46	5139	164	0,43	0,26
47	310	70	0,99	0,10

Cuando la empresa pública mantiene un saldo negativo de su Circulante Financiero, está utilizando las deudas que mantiene con sus proveedores para acudir a la financiación ajena con coste en una medida inferior a la que necesitaría si pagase sus deudas con prontitud. Conviene recordar que estas empresas aparecerán favorecidas por las medidas habituales de endeudamiento como por ejemplo la Tasa de Endeudamiento (que es igual al cociente $\text{Recursos Ajenos} / (\text{Recursos Ajenos} + \text{Patrimonio Neto})$)).

Por el contrario, la empresa privada actúa generalmente como prestamista, en lo que al Circulante Financiero se refiere: Sus saldos netos en las cuentas del Circulante Financiero tienden a ser positivos, y requiere de préstamos obtenidos de fuentes ajenas para financiar estas partidas del Activo.

Como parte del Activo Circulante Neto de la empresa (que se compone del Circulante Financiero y de las Existencias) el Circulante Financiero adquiere asimismo magnitudes realmente importantes. Ello puede verse a través de los ratios entre el Circulante y el Capital Económico que se presentan en la tabla 9. El valor mediana de este ratio es de .31 para el sector privado y de .22 para el público. Hay que tener en cuenta que estos valores no son porcentajes, puesto que corresponden al cociente entre las dos componentes del Activo Neto de la empresa (Este no es el Activo Circulante Neto, sino este últimos menos las Existencias). En porcentajes, estos valores mediana implican que el 24% del Activo Neto en el sector público está compuesto por el Circulante Financiero de las empresas, mientras que el 18% es el porcentaje análogo en las empresas del sector privado. Sin embargo, las diferencias entre ambos grupos de empresas son más importantes de lo que estos porcentajes hacen parecer. En efecto, salvo en los Grandes sectores 5 y 6 (de Extracción de Minerales y Siderometalurgico), el sector privado mantiene en su Activo Neto unas proporciones de Circulante Financiero bastante superiores a las del sector público.

IV.c.2 La Importancia de la Tesorería: El Ratio Tesorería/Recursos Ajenos.

Como puede observarse en la tabla 4, en 4 de los 30 sectores considerados en la muestra, las diferencias entre los promedios de ambos grupos de empresas no resultan significativas. En 23 de los 26 sectores restantes, las empresas privadas tienen un ratio de Tesorería/Recursos Ajenos superior al de las empresas públicas, en muchos casos por un factor mayor de 10. En algunos sectores, las empresas mantienen en promedio un saldo de Tesorería superior al volumen de sus Recursos Ajenos, como son los casos de las empresas privadas de los sectores 21, 24, 31, 33, 36, 39, y 42, y las empresas públicas de los sectores 35 y 45. Esto quiere decir que, si quisieran, las empresas podrían liquidar sus inversiones financieras y con el resultado obtenido, cancelar todos sus créditos externos, tanto a corto como a largo plazo. Para comprender esta situación, hay que pensar que estas empresas evalúan el rendimiento que obtienen de sus inversiones financieras (incluidas en su cuenta de Tesorería) en una tasa de retorno superior, en promedio, al coste de su financiación ajena, tanto a corto como a largo plazo.

Por Grandes sectores, el saldo de Tesorería en relación al volumen de Recursos Ajenos de la empresa es muy superior en las empresas privadas que en las públicas, con la excepción del Gran sector 5 (Extracción de Minerales). Con la excepción de este Gran sector y de la anomalía obvia en las empresas públicas del Gran sector 11 y a la que luego nos referiremos, el valor del ratio es más de 10 veces superior en las empresas privadas que en las públicas. En varios casos, como en las empresas públicas de los Grandes Sectores 6, 7 y 9 (Siderometalurgia, Materiales de Construcción, Vidrio y Cerámica, e Industria Transformadora de Metales), el saldo de Tesorería es una proporción casi despreciable (aunque estadísticamente significativa) del volumen de recursos ajenos de las empresas.

En los Grandes Sectores 8 (Productos Químicos) y 10 (Industrias Alimentarias), las empresas privadas mantienen en promedio una Tesorería superior al total de sus Recursos Ajenos. Cuando este ratio alcanza valores superiores a la unidad (como ocurre con las empresas privadas de los Grandes sectores 8 (Productos

Químicos) y 10 (Industrias Alimentarias)), hay que interpretar que si el resto del Circulante Financiero presenta un saldo acreedor, entonces puede pensarse que la empresa utiliza sus Recursos Ajenos para financiar tan sólo una parte de su Circulante, mientras que el resto, así como su Capital Económico, están financiados con su Patrimonio Neto. Lo mismo podría decirse si el Circulante Financiero (excepto Tesorería) presentase un saldo deudor pequeño. Si, por el contrario, el resto del Circulante Financiero presentase un saldo deudor suficientemente alto, entonces podría entenderse que la empresa estaría invirtiendo parte de sus deudas, obteniendo una rentabilidad económica de las mismas.

El que los valores promedio del ratio Tesorería/Circulante Financiero en los Grandes Sectores 8 y 10 (Productos Químicos e Industrias Alimentarias) presente una valor positivo sugiere que la primera interpretación es la más favorecida en este caso. Por otra parte, la segunda interpretación podría explicar la situación de las empresas públicas del Gran Sector 9 (Industrias Transformadoras de Metales). Su Circulante Financiero es negativo, es decir, las empresas mantienen saldos deudores con sus Proveedores y/o Acreedores, a pesar de lo cual mantienen asimismo un saldo promedio de Tesorería de más de 500 millones de pesetas.

Por último, en el Gran Sector 7 (Materiales de Construcción, Vidrio y Cerámica), tanto las empresas privadas como las públicas tienen en promedio un Circulante Financiero negativo, pero sus saldos de Tesorería son suficientemente pequeños como para pensar que se esté llevando a cabo alguna actividad de gestión financiera del saldo deudor en el Circulante de la empresa.

Es asimismo importante observar que los niveles de endeudamiento de la empresa pública son tan elevados que, a pesar de tener en promedio unas cuentas de Tesorería entre 2 y 4 veces las del sector privado, sin embargo los valores del ratio Tesorería/Recursos Ajenos sean, como hemos señalado anteriormente, aproximadamente 10 veces inferiores a los de las empresas privadas.

Si se examina la relación entre la Tesorería y el Circulante Financiero, las diferencias entre los valores de este ratio para empresas privadas y públicas son no significativas en 12 sectores. En 16 de los 18 sectores restantes, la empresa privada tiene de nuevo un valor del ratio mayor que las empresas públicas. Esta observación va en la línea de la que obtuvimos para la relación entre Tesorería y Recursos Ajenos. Una mayor volatilidad del Circulante Financiero con respecto a los Recursos Ajenos hace que el Ratio de Liquidez sea asimismo más volátil que el ratio de Tesorería a Recursos Ajenos. Como consecuencia, hay más sectores con diferencias no significativas.

Puede también verse que el ratio de Tesorería a Circulante Financiero toma valores negativos en 16 casos, 12 de ellos correspondientes a empresas públicas, lo cual era de esperar, dada la observación de que estas utilizan mucho más a menudo que las privadas su Circulante para financiarse.

IV.c.3 La Importancia de las Deudas a Hacienda y Seguridad Social.

Otra cuestión de interés surge al examinar los promedios de los ratios de Deudas a Hacienda y Seguridad Social/Tesorería (véase la tabla 4), puesto que a pesar de los elevados saldos de Tesorería a los que ya nos hemos referido, este tipo de deudas son superiores a la Tesorería en un factor aproximado de 3.5 (valor mediana), tanto en las empresas privadas como en las públicas. Como puede verse en la tabla, el factor en el que las deudas a Hacienda y Seguridad Social exceden al saldo de Tesorería es a veces bastante superior al valor mediana. En algunos casos se tienen saldos deudores a Hacienda y Seguridad Social de alrededor de 1500 millones de pesetas, incluso por empresas con un número de trabajadores no muy grande.

Hay que tener presente que éste es uno de los casos en que puede influir el

que los datos de que disponemos sean stocks a 31 de diciembre. En efecto, el saldo de Tesorería puede ser artificialmente elevado a fin de año simplemente porque contenga las contribuciones a Hacienda que se harán efectivas en el plazo de unos meses. Junto con las contribuciones a la Seguridad Social, que pueden ser bastante grandes en el caso de empresas con bastantes trabajadores, ello hace que los saldos de Tesorería puedan llegar a alcanzar cifras importantes, sin que sea necesariamente un reflejo apropiado de los saldos promedio mantenidos a lo largo del año.

Por otra parte, la cuenta de Tesorería también puede ser elevada en empresas que tienen deudas importantes a Hacienda y Seguridad Social, no porque las empresas mantengan un saldo líquido (en cuentas bancarias) igual a los pagos que esperan hacer en el muy corto plazo a estos organismos, sino también porque las empresas mantienen un cierto nivel de deudas reales con estos organismos, pero a la vez tienen inversiones financieras de las que derivan un cierto rendimiento. Como quiera que la cancelación de dichas inversiones podría ser utilizada para eliminar parte de sus deudas, puede pensarse en principio que, en cierto sentido, las empresas invierten al menos parte de sus Deudas a Hacienda y Seguridad Social.

IV.d El Activo Circulante de Fuera y Dentro de la Explotación.

Además de las Existencias y de la cuenta de Tesorería, el Activo Circulante se compone del saldo neto Clientes-Proveedores [(2.1.b+2.1.c), Activo Circulante Neto de la Explotación, en la nomenclatura de la figura 2], así como del saldo neto de las cuentas Deudores-Acreedores±Ajustes, o Activo Circulante Neto de Fuera de la Explotación, según la fig.2). Con otras disposiciones del Equilibrio Financiero, las cuentas de Acreedores y Proveedores formarían parte del Pasivo, sin embargo. Los valores promedio de estos dos saldos netos (que no se presentan en este trabajo), muestran las siguientes regularidades:

. El saldo Clientes-Proveedores es uniformemente positivo, con las excepciones de

las empresas privadas de los sectores 31 (Construcción Naval) y 36 (Industrias Lácteas), y de las empresas públicas de los sectores 16 (Cerámica), 22 (Química para consumo final), 24 (Productos metálicos), 36 (Industrias lácteas), 39 (Otras industrias alimentarias y tabaco), y 43 (Madera, corcho y muebles). Así pues, la diversidad es mucho mayor en el caso de las empresas públicas. Sin embargo, no existe ninguna pauta sistemática en el sentido de que un grupo de empresas tenga un saldo neto superior al del otro grupo.

- . El saldo neto Deudores-Acreedores±Ajustes es negativo en todos los sectores, excepto para las empresas privadas del sector 12 (Minerales metálicos), y para las públicas de los sectores 12, 13 (Extracción de minerales), 16 (Cerámica), 26 (Maquinaria Industrial y de Oficina) y 37 (Industrias para Alimentación Animal). Sin embargo, al igual que en el caso anterior, no existe una pauta sistemática de ordenación de los valores de este saldo para ambos grupos de empresas.

IV.e La Financiación del Circulante Financiero .

Otra cuestión de interés es el modo de financiación del Circulante Financiera. Para analizar esta cuestión se calcularon los coeficientes de correlación entre los ratios: (Circulante Financiero-Tesorería)/Capital Económico, y Fondos a Corto/Recursos Ajenos, con los resultados que aparecen en la tabla 10.

Como puede apreciarse en dicha tabla, la correlación entre ambos ratios es casi uniformemente positiva en el sector privado, lo que indica que las empresas con un mayor Circulante son también las que tienen un mayor porcentaje de sus Recursos Ajenos en la forma de corto plazo. Esto a su vez sugiere que efectivamente, las empresas privadas utilizan fundamentalmente fondos a corto plazo en la financiación de su Circulante Financiero. En el sector público, aparte de obtener unas cuantas correlaciones no significativas, la situación no es tan clara, y se pueden observar todo tipo de relaciones.

TABLA 10

COEFICIENTES DE CORRELACION ENTRE LAS VARIABLES:

COEFICIENTES DE CORRELACION ENTRE LAS VARIABLES:									
CF-TE			FC		TASA DE SANEAMIENTO y:				
-----			--						
KE			RA		FC/RA		FB/RA		CF/KE
Sector	Empresas		Empresas		Empresas		Empresas		
	Privadas	Públicas	Privadas	Públicas	Privadas	Públicas	Privadas	Públicas	
12	.84	.58	.89	-.86	.52	-.98	.74	.78	
13	.21	1.00	.70	1.00	.32	-1.00	.42	1.00	
14	.32	.28*	.53	.06*	.44	-.09*	.72	.71	
15	.67	.66	.45	.68	.30	-.49	.76	.41	
16	.17	---	.36	---	.26	---	.63	---	
17	.29	---	.34	---	-.35	---	.53	---	
18	.24	---	.40	---	.29	---	.68	---	
19	.35	---	.09	---	.15	---	.75	---	
20	.26	.05*	.34	.76	.23	-.09*	.63	.26*	
21	.07*	---	.26	---	.11	---	.71	---	
22	.06*	---	.23	---	.23	---	.73	---	
23	-.21*	-1.00	.67	1.00	.29	1.00	.62	-1.00	
24	.11	-.03*	.21	.37	.23	-.21*	.83	-.09	
25	.32	---	.69	---	.45	---	.72	---	
26	-.13*	.19*	.12	-.29	.22	.11*	.54	.75	
27	.11*	---	.35	---	.26	---	.50	---	
28	.14*	.57	.32	-.05*	.31	-.69	-.09	.68	
29	.46	.95	.47	.72	.45	-.15	.95	.50	
30	.21	1.00	.33	1.00	.15	1.00	.65	-1.00	
31	.49	.04*	.60	.21*	.31	-.29*	.53	.74	
32	-.04*	.73	.12	.77	.24	.27*	.54	.67	
33	.01*	---	-.01*	---	.25	---	.92	---	
34	-.34	---	-.19	---	.17	---	.17	---	
35	.02*	---	.28	-1.00	-.28	-1.00	.56	-1.00	
36	-.16*	-.34*	-.36	-.28*	-.44	.76	.87	.81	
37	-.05*	1.00	.56	-1.00	-.24	1.00	.58	-1.00	
38	.24	-.62	.05	-.82	.22	-.47	.37	.29*	
39	.18	-.30*	.07	.72	.07	.62	.49	.29*	
40	.26	-.39*	.29	.86	.29	.95	.85	.05*	
41	.26	---	.18	---	.12	---	.73	---	
42	.26	---	.14	---	.06	---	.64	---	
43	.16	---	.20	---	.19	---	.72	---	
44	.06*	-.10*	.23	-.01*	.14	-.64	.59	1.00	
45	.27	1.00	.22	-1.00	.18	-1.00	.77	.98	
46	.33	-1.00	.29	-1.00	.20	-1.00	.62	1.00	
47	.12*	---	.32	---	.29	---	.43	---	

IV.e La estructura de plazo de la Deuda.

La Deuda Neta descuenta del total de los Recursos Ajenos el Circulante Financiero, y mide la parte de dichos recursos ajenos que se destina a financiar el Capital Económico. Tiene por tanto interés tratar de determinar si los fondos ajenos que se utilizan para financiar el Capital Económico son a corto o a largo plazo.

Ya presentamos en la tabla 8 los porcentajes del total de Recursos Ajenos que están en la forma de préstamos a corto plazo. Ahora se muestra en la tabla 11 la proporción de la Deuda Neta en la forma de Deuda Neta a Corto Plazo. Para ello, examinamos el valor del ratio:

(Deuda Neta - Recursos Ajenos a Medio y Largo Plazo)

Deuda Neta

Los valores de este ratio señalan que, con gran generalidad, las empresas privadas tienen una mayor proporción de su Deuda Neta en la forma de Deuda a corto plazo, pues los únicos sectores en los que se tiene el resultado opuesto de un modo estadísticamente significativo son los sectores 22 (Química para Consumo Final) y 24 (Productos Metálicos). También es cierto que este ratio es muy volátil, generando varianzas muy altas incluso dentro de cada sector, por lo que existe un buen número de ellos en los que la diferencia de promedios resulta no significativa, produciendo una cierta relatividad en las conclusiones alcanzadas. Los valores mediana son del 73% para las empresas privadas, y del 46% para las empresas públicas.

Este resultado, junto con el que obtuvimos acerca de la estructura de plazo del total de los Recursos Ajenos de las empresas, es consistente con las hipótesis que adelantábamos en la Introducción acerca de una acceso más fácil de empresas públicas a modos de financiación privilegiados, esta vez en lo que concierne al plazo de los créditos recibidos.

T A B L A 1 1

Deuda Neta a Corto Plazo

Sector	Privadas	Públicas
12*	0,35	0,60
13*	0,58	0,46
14	0,49	-0,31
15	0,55	0,12
16	0,71	0,23
20	0,82	0,46
21*	0,93	0,98
22	0,65	1,00
23	0,84	0,33
24	-0,37	0,48
26	1,15	0,00
28*	0,49	0,44
29	0,78	0,39
30	0,58	0,39
31	5,30	0,45
32	3,23	0,36
33	0,75	0,44
35	1,19	0,84
36	0,98	0,68
37*	0,52	0,79
38	0,60	0,21
39*	0,73	0,82
40	1,93	0,62
41	0,84	0,52
42	0,83	0,56
43	1,45	0,96
44	0,61	0,40
45	1,30	0,86
46*	0,35	0,65
47*	0,68	0,73

Un asterisco denota que los promedios no son significativamente diferentes.

APENDICE A LA SECCION IV

Problemas de Cálculo de Promedios Sectoriales.

El grupo de empresas públicas del sector 45 ilustra el tipo de dificultades que aparecen al trabajar con promedios sectoriales:

Sector 45: Empresas Públicas

Empresa	Recursos a medio y largo	Recursos a Corto con coste	Tesorería	Tamaño (IT)
A	0	0	2	129
B	627	116	17	1294
C	0	0	1376	2653
D	1	0	1646	15191

Puesto que las empresas A y C no tienen recursos ajenos, entonces, al calcular la importancia de la Tesorería mediante el ratio TE/RA utilizado en el trabajo, hemos de prescindir de ambas. Si a continuación se calcula el promedio de B y D (ponderado por el valor relativo de la raíz cuadrada de IT), obtenemos un valor de 1274.0, con mucho el mayor de toda la muestra, y de tal magnitud que resulta difícil de interpretar: ¿Qué quiere decir que la cuenta de Tesorería promedio de un sector es 1274 veces mayor que el volumen promedio de recursos ajenos?

Este valor tan alto proviene de que de las dos empresas consideradas, B y D, la última tienen una ratio TE/RA igual a 1646, mientras que la primera lo tiene tan sólo de .023, y además, la primera es notablemente mayor en términos de IT.

Fudo además observarse que esta empresa mantiene un saldo neto deudor del agregado: Deudores-Acreedores+Ajustes , por un valor de 11.930 millones de pesetas. Este valor tan elevado de la financiación ajena sin coste, junto con el saldo de 1 millón de pesetas de la financiación con coste, sugiere que quizá sea ésta una empresa pública con una relación un tanto especial con el Estado (o alguno de sus organismos), en cuanto a su financiación. Si ello se confirmara, cabría incluso cuestionar la justificación de su inclusión en la muestra de la Central de Balances en base a su representatividad con respecto al resto de las empresas del sector.

V. LA LIQUIDEZ FINANCIERA.

En las secciones anteriores hemos analizado la solvencia financiera de la empresa medida por la Tasa de Saneamiento como indicativa del equilibrio patrimonial de la misma. Asimismo, hemos discutido el problema de la perentoriedad de las obligaciones de la empresa, en este caso a través de la estructura de plazo de la Deuda Neta. Finalmente, estamos interesados en el problema de la liquidez, esto es, la medida en que la composición de los derechos y obligaciones a corto plazo de la empresa incluidos en el Circulante Financiero puede plantearle problemas de pago.

El Pasivo Circulante (cuentas 2.1.b, 2.1.c (quizá 2.2.c) y 4 en la figura 2), refleja el conjunto de obligaciones de pago a corto plazo contraídas por la empresa. El Activo Circulante (2.1.a, 2.1.b, 2.2.a (quizá 2.2.c) y 2.3), es el conjunto de activos con los que la empresa podría hacer frente a dichas obligaciones⁶. La relación entre ambas variables, es decir, el cociente Activo Circulante / Pasivo Circulante, indica si los activos de que se dispone superan a las obligaciones de pago, y mide por tanto la cobertura financiera de la empresa en el corto plazo. A este cociente se le conoce en la literatura como Ratio de Solvencia a Corto Plazo o Ratio de Liquidez.

El análisis de la solvencia a corto plazo es importante puesto que la posible insolvencia de la empresa a corto plazo condiciona el análisis posterior de la liquidez a plazo más largo. Sin embargo, el examen de ratios a corto plazo como el Ratio de Liquidez no proporciona una idea completa de la situación financiera de la empresa, pues es un concepto puramente estático, sin mucho contenido informativo con respecto al flujo futuro de ingresos y gastos. Este es un problema que proviene, más fundamentalmente, del hecho de que el Equilibrio Financiero de la empresa es un estado de stocks a final de año, sin información acerca de la magnitud y frecuencia de los flujos financieros y reales. Por otra parte, el examen de la liquidez de una empresa no debe basarse únicamente en el valor del Ratio de Liquidez, sino que debe ir acompañado de un examen de los distintas componentes del Activo y

Pasivo Circulante.

La tabla 12 contiene los valores del Ratio de Liquidez de las empresas en la muestra. Dicho ratio está calculado dos veces: Una primera, sin incluir las Existencias como parte del Activo Financiero, simplemente por consistencia con nuestra consideración a lo largo del trabajo del Circulante Financiero, que es en definitiva el saldo neto del Activo Circulante Neto (sin incluir Existencias) y del Pasivo Circulante. En segundo lugar, se calculó el Ratio de Liquidez habitual, incluyendo las Existencias como parte del Activo Circulante.

Con la salvedad de la doble definición (según que se incluya o no las Existencias como parte del Circulante), conviene notar que el Ratio de Liquidez que utilizamos es la relación existente entre los Activos monetarios de la empresa (Tesorería, Clientes y Deudores), y el Pasivo exigible a Corto, ya sea con coste (préstamos), o sin coste (Acreedores y Proveedores).

En el primer caso, las empresas privadas resultan tener una mayor liquidez que las públicas, excepto en los Grandes sectores 5 (Extracción de minerales) y 6 (Siderometalurgia) y en los sectores 23 (Química para Agricultura), 24 (Productos Metálicos), 26 (Maquinaria Industrial y de oficina), 35 (Industrias cárnicas) y 45 (Artes gráficas y de edición). Sin embargo, en tres de estos sectores (24, 26 y 45), las diferencias entre ambos tipos de empresas resultan no significativas.

Cuando se calcula el Ratio de Liquidez incluyendo las Existencias como parte del Activo a corto plazo de la empresa se obtiene unos resultados cualitativamente similares. De hecho, no existe variación en los sectores en que la diferencia de promedios es significativa. En el sector 41 la diferencia no era significativa con el primer ratio, y ahora la empresa pública pasa a ser significativamente más líquida. Por lo demás, los resultados pueden resumirse diciendo que en 9 sectores las empresas no son, en promedio, significativamente diferentes, en 5 sectores las empresas públicas son más líquidas que las privadas, y en los restantes 16 sectores (un 53% de los considerados en la muestra), las empresas privadas son significativamente más líquidas que las empresas privadas.

T A B L A 12

RATIO DE LIQUIDEZ

RATIO DE LIQUIDEZ SIN EXISTENCIAS			RATIO DE LIQUIDEZ CON EXISTENCIAS		
SECTOR	PRIVADAS	PUBLICAS	SECTOR	PRIVADAS	PUBLICAS
12	0,96	1,95	12	1,59	< 2,50
* 13	0,98	1,19	* 13	1,70	1,39
* 14	0,78	1,32	* 14	1,30	< 1,92
15	0,68	1,28	15	1,21	< 1,86
16	1,02	0,50	16	1,41	1,10
20	1,02	0,78	20	1,46	1,17
21	0,89	0,38	21	1,42	0,72
22	1,03	0,61	22	1,48	1,17
23	0,67	0,97	23	1,01	< 1,68
* 24	0,91	1,64	* 24	1,41	< 1,96
* 26	1,08	1,15	* 26	1,52	< 1,57
* 28	0,85	0,79	* 28	1,29	1,27
29	0,70	0,55	29	1,01	0,76
30	0,91	0,61	* 30	1,36	1,15
* 31	0,72	0,62	* 31	1,23	1,09
* 32	1,09	0,90	* 32	1,44	< 1,53
33	1,48	0,64	33	2,02	1,15
35	0,95	1,61	35	1,43	< 2,02
36	1,26	0,60	36	1,71	0,78
* 37	1,94	0,34	37	4,57	0,68
* 38	0,93	0,74	38	1,90	1,11
39	0,83	0,25	39	1,40	0,92
40	0,90	0,47	40	1,39	0,87
* 41	0,76	0,74	41	1,25	< 1,57
42	0,82	0,21	42	1,35	0,83
43	0,81	0,51	43	1,35	1,10
44	0,81	0,65	44	1,19	0,93
* 45	1,09	2,99	* 45	1,53	< 3,59
46	0,93	0,75	46	1,29	0,85
47	1,23	0,25	47	2,19	0,52

Un asterisco denota que los promedios no son significativamente diferentes.

Los sectores en que las empresas privadas tienen una mayor liquidez están claramente concentrados en los Grandes Sectores 7 (Materiales de Construcción, Vidrio y Cerámica), 8 (Productos Químicos), 10 (Industrias Alimentarias), y 11 (Industrias Manufactureras no Alimentarias). Por el contrario, en los Grandes sectores 5 (Extracción de Minerales), 6 (Siderometalurgia) y 9 (Industria Transformadora de Metales), no existen diferencias apreciables entre empresas de distinta titularidad. Esta apreciación se confirma al examinar los promedios por Grandes Sectores. Los valores mediana del Ratio de Liquidez (con existencias), son de 145% para las empresas privadas, y de 111% para las empresas públicas.

Cabe observar que en todos los sectores en que la empresa privada tienen mayor liquidez, está también más saneada. Este resultado es lógico, puesto que una liquidez alta proviene de un Activo Circulante superior al Pasivo Circulante, lo que producirá un Circulante Financiero positivo, una Deuda Neta relativamente poco elevada, y como consecuencia, un alto saneamiento.

También se observa que en los sectores en que las empresas públicas tienen una mayor proporción de Fondos a Corto Plazo, las empresas privadas tienen una mayor liquidez. Este resultado es asimismo natural, puesto que como los Fondos a Corto forman parte del Pasivo Circulante, una mayor proporción de ellos vendrá usualmente acompañada de una liquidez baja.

[B] A veces se incluyen también las Existencias como parte del Activo Circulante.

VI. ANALISIS DE LA VARIANZA

En las secciones anteriores hemos presentado los valores promedio, tanto por sectores como por grandes sectores, de una serie de variables relevantes para caracterizar la estructura financiera de las empresas. Concretamente, nos hemos centrado en el análisis del saneamiento empresarial, el plazo de la deuda de las empresas, y su liquidez. Además de generar esta información, un objetivo que se perseguía era detectar posibles características diferenciadoras en el comportamiento de las empresas privadas y públicas. La discusión anterior se ha centrado en un examen comparativo de las diferencias entre los promedios de una serie de variables en ambos grupos de empresas. El objetivo de esta sección es formalizar empíricamente esta discusión, evaluando con un mayor detalle estadístico las diferencias entre las características financieras de ambos tipos de empresas.

Nos vamos a centrar en la investigación de dos causas que posiblemente generen diferencias en los valores que para las distintas empresas toman variables relacionadas con su estructura financiera. La primera es la titularidad de la empresa en estudio, es decir, si es privada o pública, y la segunda es la adscripción de la empresa a un sector o gran sector determinado. Las variables que analizamos son:

- 1) La tasa de Autonomía Financiera.
- 2) La Tasa de Saneamiento.
- 3) El ratio: Tesorería/Activo Circulante.
- 4) El saldo neto: Clientes-Proveedores.
- 5) El saldo neto de recursos generados fuera de la explotación: Deudores-Acreedores+Ajustes por Periodificación(con su signo).
- 6) La estructura de plazo de la Deuda Neta:
Deuda Neta a Corto / Deuda Neta.
- 7) El ratio de Liquidez.

Metodología.

La metodología que utilizamos es la del Análisis de la Varianza, que pasamos a comentar, en la formulación apropiada a la estructura del problema que aquí nos planteamos:

Sea Y una variable cuyos valores en las distintas empresas queremos analizar. Denotemos por Y_{ijk} el valor de dicha variable correspondiente a la empresa i del sector j ($j=12,13,\dots,47$), con titularidad k ($k=\text{privada,pública}$). Sea $\bar{Y}$ la media muestral de dicha variable, $\bar{Y}_j$ la media en las empresas del sector j , $\bar{Y}_k$ la media de las empresas del tipo k (es decir, la media de Y para las empresas privadas o para las empresas públicas), e $\bar{Y}_{jk}$ la media para las empresa del tipo k del sector j . Entonces se tiene la identidad:

$$(VI.1) \quad Y_{ijk} - \bar{Y} = (\bar{Y}_j - \bar{Y}) + (\bar{Y}_k - \bar{Y}) + (\bar{Y}_{jk} - \bar{Y}_j - \bar{Y}_k + \bar{Y}) + (Y_{ijk} - \bar{Y}_{jk})$$

que es una descomposición de la magnitud en la que el valor de Y en la empresa en consideración se desvía del promedio muestral. Supongamos que estamos considerando la empresa A , empresa privada del sector 14. Entonces la desviación entre el valor $Y_{A,14,pr}$ y el valor $\bar{Y}$ se puede descomponer en:

- 1) La diferencia entre la media de todas las empresas del sector 14 y la media muestral, es decir, la diferencia común a todas las empresas del sector 14, debidas puramente a las peculiaridades de dicho sector, más:
- 2) La diferencia entre la media de todas las empresas privadas de la muestra y la media muestral, que mide por tanto un efecto común a todas las empresas privadas, más:
- 3) En tanto en cuanto existan efectos debidos a la interacción de la clasificación sectorial de una empresa y a su titularidad, entonces en las dos diferencias descritas en 1) y 2), habremos descontado los efectos comunes dos veces. La corrección correspondiente viene dada por el tercer término en

la descomposición anterior. Dicho término puede interpretarse como la diferencia entre la media de las empresas privadas del sector 14 con respecto a la media de todas las empresas privadas de la muestra, corregida de la diferencia entre la media de todas las empresas del sector 14 y la media muestral¹⁰, y finalmente:

- 4) La diferencia entre el valor de la variable en esta empresa y el promedio de los valores para las empresas privadas del sector 14. Este es un término residual que mide la variabilidad dentro del grupo de empresas privadas del sector 14. Esta es la parte de la variación $Y_{ijk} - \bar{Y}$ no explicada por el modelo.

La idea del Análisis de Varianza es cuantificar qué parte de las desviaciones $Y_{ijk} - \bar{Y}$ viene explicada por cada uno de los tres primeros términos de la descomposición, es decir, qué parte de las desviaciones viene explicada por la adscripción a un sector determinado, por la titularidad de la empresa, y por la interacción de ambos factores. Se trata de evaluar si los porcentajes explicados por cada una de estas tres posibles fuentes de variación es significativamente diferente de cero, para en caso afirmativo, concluir que existen diferencias significativas en los valores que toma la variable Y en los distintos sectores y/o entre empresas de distinta titularidad.

Este tipo de análisis explica los valores de la variable Y en cada empresa como valores de una variable aleatoria, con estructura:

$$(VI.2) \quad Y_{ijk} = \mu + \alpha_i + \beta_j + (\alpha\beta)_{ij} + u_{ijk}$$

por lo que no pretende explicar ni determinar los factores que pueden determinar los valores tomados por Y (es decir, no utiliza ninguna variable económica como explicación del valor tomado por Y), sino tan sólo si existen las diferencias antes señaladas, que es la cuestión que aquí nos planteamos.

La tabla 14 muestra los estadísticos F para el contraste de la hipótesis nula de que cada uno de los tres posibles factores de diferenciación son

significativos. Concretamente, F_S , F_T , y F_{ST} contrastan las hipótesis nulas de que: a) No existen diferencias intersectoriales, b) No existen diferencias entre los valores de Y debidas a la titularidad de las empresas, y c) No existen diferencias debidas a la interacción de estos dos factores. Sus grados de libertad y valores críticos respectivos aparecen asimismo en la tabla 14. Valores calculados para estos estadísticos F por encima de sus valores críticos conducirán al rechazo de la hipótesis nula, y por consiguiente, a la creencia de que existen diferencias significativas. Por último, F_M denota el estadístico para el contraste de significación global del modelo. Valores obtenidos por encima de su valor crítico indican que el modelo explica una parte significativa de los valores que toma la variable Y en las empresas de la muestra.

Los cálculos necesarios para llevar a cabo el análisis de la varianza se disponen en la forma de una tabla que permite visualizar el resultado numérico del contraste de cada una de las hipótesis. El cuadro tipo aparece en la tabla 13.1. Los resultados concernientes a los contrastes para cada una de las variables antes mencionadas pueden verse en mayor detalle en las tablas 13.2, 15 y 16.

Los resultados de la tabla 14 muestran que tanto para la Autonomía Financiera como para la Tasa de Saneamiento, las diferencias intersectoriales, así como las diferencias entre distintas titularidades son significativas. Hay que hacer notar que este tipo de análisis contrasta de modo riguroso la posible diferenciación entre los valores que toma una variable en las distintas submuestras consideradas, aunque no señala cuál es la dirección de tal diferencia. Sin embargo, junto con el análisis de las secciones anteriores, ello nos permite afirmar que las empresas públicas están más endeudadas y menos saneadas que las empresas privadas. Además, existen diferencias intersectoriales importantes respecto a estas dos variables.

Estos resultados señalan asimismo que las diferencias en cuanto a la estructura de plazo de la Deuda Neta son significativas, lo que como ya sabemos (por las secciones anteriores), proviene de que las empresas privadas tienen una mayor parte de su Deuda en la modalidad de corto plazo. En este caso, las diferencias intersectoriales no son significativas.

TABLA 13.1

ANÁLISIS DE LA VARIANZA

Fuente de Variación	Suma de Cuadrados	Grados de libertad.	Promedio de la Suma de cuadrados	Estadístico F	Grados de libertad
Sector	$SC_s = \sum_{j=1}^{36} (\bar{y}_j - \bar{y})^2 \cdot T_j$	$a-1$	$MC_s = SC_s / (a-1)$	MC_s / s_u^2	$F[(a-1); \sum_j E_k (T_{jk}-1)]$
Tipo	$SC_t = \sum_{k=1}^2 (\bar{y}_k - \bar{y})^2 \cdot T_k$	$b-1$	$MC_t = SC_t / (b-1)$	MC_t / s_u^2	$F[(b-1); \sum_j E_k (T_{jk}-1)]$
Sector*Tipo	$SC_{st} = \sum_j \sum_k (\bar{y}_{jk} - \bar{y}_j - \bar{y}_k + \bar{y})^2 \cdot T_{jk}$	$(a-1)(b-1)$	$MC_{st} = SC_{st} / (a-1)(b-1)$	MC_{st} / s_u^2	$F[(a-1)(b-1); \sum_j \sum_k (T_{jk}-1)]$

Total Modelo	$SC_m = \text{Suma de las tres anteriores}$	$ab-1$	$MC_m = SC_m / (ab-1)$		
Residuo	$SR = \sum_i \sum_j \sum_k (y_{ijk} - \bar{y}_{jk})^2$	$\sum_j \sum_k (T_{jk}-1)$	$\sigma_u^2 = SR / \sum_j \sum_k (T_{jk}-1)$		

Suma Total	$ST = \sum_i \sum_j \sum_k (y_{ijk} - \bar{y})^2$	$\sum_j \sum_k T_{jk} - 1$			

donde "a" denota el número de sectores, "b" el número de tipos de empresas (titularidad), T es el tamaño muestral, T_j es el número de empresas en el sector j, T_k es el número de empresas del tipo k, y T_{jk} es el número de empresas del tipo k en el sector j. Nótese que $\sum_{j=1}^{36} T_{jk} = T_k$, $k=1,2$, y también que: $\sum_{k=1}^2 T_{jk} = T_j$, $j=1,2,\dots,36$

TABLA 13.2

Análisis de la Varianza

TASA DE SANEAMIENTO

Media Muestral = .77

Coeficiente de variación = 0.57%

Fuente de Variación	Suma de Cuadrados	Grados de libertad	Media de Cuadrados	Estadístico F	Valor de Tablas
Sector	1.30	35	.037	8.46	1.43
Tipo	.78	1	.780	177.68	3.84
Sector*Tipo	.62	29	.021	4.89	1.46
Total Modelo	2.70	65	.042	9.47	1.35
Residuos	9.70	2211	.004		
Suma Total	12.40	2276			

TABLA 15.1

ANALISIS DE LA VARIANZA

AUTONOMIA FINANCIERA

Media muestral = .51

Coeficiente de Variación = 20.54%

Fuente de Variación	Suma de Cuadrados	Grados de libertad	Media de Cuadrados	Estadístico F	Valor de Tablas
Sector	1.10	35	.031	2.93	1.43
Tipo	.84	1	.84	77.72	3.84
Sector*Tipo	1.76	29	.061	5.65	1.46
Total Modelo	3.70	65	.057	5.29	1.35
Residuos	23.82	2211	.011		
Suma Total	27.53	2276			

TABLA 15.2

Análisis de la Varianza

PLAZO DE LA DEUDA

Media Muestral = .83

Coeficiente de variación = 60.44%

Fuente de Variación	Suma de Cuadrados	Grados de libertad	Media de Cuadrados	Estadístico F	Valor de Tablas
Sector	8.67	35	.25	.99	1.43
Tipo	1.49	1	1.49	5.93	3.84
Sector*Tipo	4.96	29	.17	.68	1.46
Total Modelo	15.12	65	.23	.93	1.35
Residuos	551.17	2211	.25		
Suma Total	566.30	2276			

TABLA 16.1

TESORERIA / ACTIVO CIRCULANTE

Media muestral = .15

Coeficiente de Variación = 10.40%

Fuente de Variación	Suma de Cuadrados	Grados de libertad	Media de Cuadrados	Estadístico F	Valor de Tablas
Sector	.056	35	.0016	6.18	1.43
Tipo	.002	1	.0020	7.26	3.84
Sector*Tipo	.015	29	.0005	1.96	1.46
Total Modelo	.072	65	.0011	4.31	1.35
Residuos	.565	2211	.0003		
Suma Total	.637	2276			

Tabla 16.2

Análisis de la Varianza

LIQUIDEZ

Media Muestral = 108.85

Coeficiente de variación =

Fuente de Variación	Suma de Cuadrados	Grados de libertad	Media de Cuadrados	Estadístico F	Valor de Tablas
Sector	.53	35	.015	35.33	1.43
Tipo	.51	1	.510	1.00	3.84
Sector*Tipo	.64	29	.022	29.10	1.46
Total Modelo	1.68	65	.026	64.62	1.35
Residuos	34.54	2211	.016		
Suma Total	168.27	2276			

TABLA 14

Análisis de la Varianza. Cuadro Resumen

Variable		F _S	F _T	F _{ST}	F _M	R ²
Tasa de Saneamiento		8.5	177.7	4.9	9.5	.22
Autonomía Financiera		2.9	77.7	5.7	5.3	.13
DNC / DN		1.0	5.9	.7	.9	.03
TE / AC		6.2	7.3	2.0	4.3	.11
Clientes-Proveedores		18.3	26.8	3.8	11.9	.26
ACFE		18.7	33.3	6.8	13.6	.29
Liquidez		1.4	1.1	1.6	1.5	.05
Grados de Libertad		35	1	29	2276	
Valores Críticos	95%	1.49	3.84	1.49	4.35	
	90%	1.73	6.63	1.73	8.45	

DNC/DN : Deuda Neta a Corto/Deuda Neta

TE/AC : Tesorería/Activo Circulante

ACFE : Activo Circulante de Fuera de la Explotación (2.2 en la fig. 2)

También se deduce de la tabla anterior que para dos de los componentes del Circulante Financiero, el Activo Neto de dentro de la explotación (es decir, el saldo neto Clientes-Proveedores así como el Activo Neto de fuera de la explotación (es decir, el saldo neto Deudores-Acreedores±Ajustes) presentan diferencias significativas, tanto debido a la titularidad de las empresas, como debido a su clasificación intersectorial. De momento, a diferencia de las variables anteriores, no tenemos una justificación para estas diferencias, que dejamos para un análisis posterior.

Por último, las diferencias observadas para el Ratio de Liquidez no pueden

justificarse ni en base a la titularidad de una empresa, ni a su pertenencia a uno u otro de los sectores industriales. Esto puede ocurrir por la enorme volatilidad de dicho ratio, incluso dentro de cada sector y grupo de empresas, lo que se refleja en las varianzas muestrales que por sector y grupo se estimaron para esta medida de liquidez (y que no se presentan en el trabajo). La explicación de los valores de la liquidez en las empresas muestrales por razones de tipo más estructural que las que aquí estamos considerando es una cuestión interesante que deberían ser objeto de un estudio posterior.

Los coeficientes de determinación no son excesivamente altos, pero dado el elevado número de empresas en la muestra (2276), dichos valores son aceptables. Por ejemplo, más de un 20% del valor que toma la Tasa de Saneamiento de una empresa viene explicado por su pertenencia a un determinado sector y a un determinado tipo (privada/pública). Más de un 25% del valor del saldo neto Clientes-Proveedores viene explicado por esta misma categorización, y hasta un 30% de los valores de la parte del Activo Circulante generado fuera de la Explotación (Deudores-Acreedores+Ajustes por Periodificación).

Análisis de la Varianza por Regresión.

Existe un procedimiento alternativo para analizar si hay diferencias significativas a nivel intersectorial así como por tipo de propiedad en los valores alcanzados por las variables en consideración. Dicho método consiste en estimar regresiones del tipo:

$$Y_i = \sum_{j=1}^{36} \alpha_j \cdot D_j + \beta \cdot \text{Tipo}_i + u_i$$

donde las variables D_j son variables ficticias representativas de cada sector (Recordemos que hay 36 sectores en nuestra muestra, correspondiendo a los sectores 12 al 47 de la Central de Balances). La variable "Tipo" es otra variable ficticia que toma valores 1 ó 0, dependiendo de que la empresa sea privada o pública. Por otra

parte, si únicamente se buscara detectar posibles diferencias intersectoriales, entonces bastaría estimar la regresión anterior pero restringiendo el coeficiente β a tomar el valor cero. Los valores estimados de los coeficientes α_j serán las medias muestrales sectoriales, mientras que el valor estimado del coeficiente β cuantifica el efecto diferenciador debido al tipo de propiedad.

Una vez que se dispone de las regresiones estimadas, tanto restringiendo el coeficiente β a cero, como sin restringirlo, entonces, el contraste de significación de la variable Tipo en una regresión que ya incluye las variables ficticias sectoriales para explicar los valores tomados por la variable endógena puede llevarse a cabo mediante el estadístico F :

$$F = \frac{(SRR - SRS) / q}{SRS / (T-k)}$$

donde SRR y SRS denotan las sumas residuales de los modelos restringido y sin restringir, respectivamente, y q es el número de hipótesis a contrastar, una en este caso, T es el tamaño muestral, mientras que k es el número de variables explicativas en el modelo sin restringir. Los resultados obtenidos para las diferentes variables consideradas fueron:

Variable	Coefficiente β	t	R^2	F	F(6.S.)
TS	.49	12.8	.64	165.22	112.5
AF	.51	8.5	.29	73.64	61.9
FL/DN	-.69	2.5	.02	5.92	1.0 *
TE/RA	-24.27	5.5	.07	30.46	15.3
CF/KE	.19	3.5	.22	12.77	.0 *

FL : Recursos Ajenos a Largo Plazo

TE : Tesorería

CF : Circulante Financiero

KE : Capital Económico

donde t denota el estadístico 't' de Student para el contraste de significación individual de dicho parámetro, R^2 es el coeficiente de determinación, F denota el valor del estadístico que antes hemos indicado para el contraste de significación de la variable Tipo (condicional en la presencia de las variables ficticias sectoriales), y en la última columna se recoge el valor del mismo estadístico F cuando la estimación se hace por Grandes Sectores. Un asterisco denota un valor no significativo de dichos estadísticos.

Estos valores estiman en un 50% la diferencia que en promedio existe, tanto en Autonomía Financiera como en Tasa de Saneamiento, entre una empresa privada y una pública. Esta diferencia parece un tanto elevada; lo que ocurre es que hay algún sector en el que la diferencia de tasas entre empresas privadas y públicas es tan grande que sesga la estimación de una diferencia promedio. Los resultados anteriores también demuestran que las empresas privadas tienen un acceso a los fondos con coste a largo plazo mucho menor que el de las empresas públicas. La diferencia entre los porcentajes de Deuda Neta en la forma de fondos a largo es de un 70%, una diferencia que puede claramente juzgarse como muy importante.

Las empresas privadas tienen asimismo un ratio Tesorería/Recursos Ajenos

significativamente inferior al de las empresas privadas, aunque el coeficiente β no puede ahora interpretarse como una diferencia porcentual. Este resultado posiblemente pueda interpretarse en el sentido de que, en las empresas privadas, los recursos ajenos se destinan a financiar el Capital Económico y el Circulante Financiero neto de Tesorería mucho más que en las empresas públicas. En éstas, la parte de Recursos Ajenos que ha sido preciso adquirir para financiar Tesorería es más importante que en las empresas privadas.

El ratio Circulante Financiero/Capital Económico es mayor en las empresas privadas que en las públicas. Este resultado puede estar provocado por el hecho de que las empresas con Circulante Financiero negativo son en su mayor parte empresas públicas¹¹.

Una alternativa al modelo que acabamos de analizar consistiría en incluir un término constante μ en la regresión (este término mediría la media muestral), e imponer una restricción entre los coeficientes α_j , como por ejemplo: $\sum_{j=1}^{36} \alpha_j = 0$. Una tercera posibilidad consistiría en incluir, junto con el término constante μ tan sólo 35 variables ficticias, excluyendo la que correspondiese al sector con un valor medio más próximo a la media muestral. Con estas especificaciones, la homogeneidad de los distintos sectores podría contrastarse mediante $H_0: \alpha_1 = \alpha_2 = \dots = \alpha_{36}$ en el primer caso, y contrastando la hipótesis nula: $H_0: \sum_{j=1}^{35} \alpha_j = 0$ en el segundo caso.

[10] Debe quedar claro que este término admite una interpretación simétrica, sin más que escribirlo: $(\bar{Y}_{jk} - \bar{Y}_k - \bar{Y}_j + \bar{Y})$ cuya interpretación es ahora la de la diferencia entre la media de las empresas privadas del sector 14 con respecto a la media de todas las empresas de dicho sector, corregida de la diferencia entre la media de todas las empresas privadas de la muestra y la media muestral.

[11] Es delicado tratar de hacer comparaciones internacionales acerca de los diferentes grados de endeudamiento de las empresas. En efecto, el grado de

endeudamiento debe depender de las características de las respectivas economías, y, más en particular, de los mercados financieros respectivos. Teniendo en cuenta estas matizaciones, cabe anotar que existen trabajos previos en la literatura financiera que han analizado las diferencias intersectoriales en la estructura financiera de las empresas. Bradley, Jarrell y Kim ["On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence", Journal of Finance, Julio 1984] hallaron unos valores para el "leverage" industrial en USA (Deuda a largo Plazo/(Deuda a largo+Valor de Mercado de las acciones de la empresa) que oscilaba entre 9% y 58%, y detectaron que la clasificación por sectores explicaba un 54% de las diferencias que se observaron en los valores de esta variable en las diferentes empresas. De las variables aquí analizadas, la más aproximada al "leverage" es la Autonomía Financiera (no podemos medir el valor de mercado de las acciones de la empresa por desconocer la identidad de las empresas en la muestra).

Hay sin embargo diferencias entre ambas variables. Por ejemplo, en el leverage, tal como fue utilizado en el trabajo que mencionamos, sólo aparecían recogidos los fondos ajenos a largo plazo. Por otra parte, los autores pudieron utilizar información acerca de la valoración de mercado del Patrimonio de las empresas, cosa que a nosotros nos fue imposible, por razones de confidencialidad. Como acabamos de ver, los sectores industriales españoles muestran una mayor homogeneidad, puesto que tan sólo el 27% de la variabilidad de Autonomía Financiera en la muestra de sección cruzada queda explicada por la distribución intersectorial de las empresas.

APENDICE A LA SECCION VI

Para llevar a cabo el Análisis de la Varianza, se parte de la propiedad de la descomposición (VI.1) de que los momentos muestrales de los productos de dos términos cualesquiera en dicha descomposición son cero, por lo que se tiene una descomposición similar para la suma de cuadrados de las desviaciones:

$$(Y_{ijk} - \bar{Y})^2 = (\bar{Y}_j - \bar{Y})^2 + (\bar{Y}_k - \bar{Y})^2 + (\bar{Y}_{jk} - \bar{Y}_j - \bar{Y}_k + \bar{Y})^2 + (Y_{ijk} - \bar{Y}_{jk})^2$$

Para facilitar la comprensión de la información estadística que se genera, ésta información suele disponerse del modo que mostramos en la tabla 13. Allí se colocan en columna las tres posibles fuentes de variación de la variable Y , a cada una de las cuales corresponde una suma de cuadrados. Estas tres (en nuestro caso), a su vez se agregan para obtener el poder explicativo del modelo.

La propiedad de la descomposición (VI.1) que acabamos de mencionar hace que la suma de cuadrados correspondiente al modelo sea exactamente igual al agregado de las sumas de cuadrados de cada una de las tres fuentes de variación consideradas, sin necesitar tomar en cuenta las sumas de productos cruzados de las distintas desviaciones, puesto que todas ellas tienen momentos muestrales iguales a cero. El resto, es decir, la suma de los cuadrados del último término en la descomposición (VI.1) es la suma residual, o suma no explicada por el modelo; ésta, junto con la suma explicada por el modelo se agregan para formar la suma total, es decir, la suma de los cuadrados del miembro izquierdo en la descomposición (VI.1) (De nuevo, no es preciso tomar en consideración los productos cruzados por tener momentos muestrales nulos).

Los grados de libertad de cada posible fuente de variación son iguales al número de sus alternativas menos uno (debido a la estimación de la media poblacional correspondiente). Los grados de libertad de la interacción son el producto de los de cada uno de los factores. Los del modelo son la suma de los grados de libertad de las tres fuentes de variación consideradas, los de la suma total son igual al número total de observaciones muestrales menos uno, y los de la suma residual son igual a

los grados de libertad de la suma total menos los del modelo.

La varianza desconocida del término de error en (VI.2) puede estimarse como el cociente entre la suma residual y sus grados de libertad. Los cocientes entre las correspondientes sumas de cuadrados y los grados de libertad correspondientes los denotamos como "Promedio de la Suma de Cuadrados" o "Media de Cuadrados". Su cociente por la varianza estimada del término de error sigue una distribución F , que sirve para contrastar la significación de cada posible fuente de variación, del modo que hicimos en el texto.

Para completar la información, se presenta la media muestral y el coeficiente de variación muestrales de cada variable.

VII. UN ANALISIS DE LA TASA DE SANEAMIENTO.

En esta sección vamos a tratar de encontrar un modelo de regresión que explique en parte la variación muestral de la Tasa de Saneamiento. Las diferencias con el Análisis de la Varianza de la sección anterior son que: a) Ahora utilizamos como posibles determinantes del saneamiento algunas características de la empresa, de más significado estructural que la titularidad o la pertenencia a un sector u otro, como hicimos anteriormente, y b) en esta sección evaluaremos cuantitativamente el efecto que cada una de las variables utilizadas tiene sobre los valores tomados por la Tasa de Saneamiento.

Utilizaremos como posibles variables explicativas algunas variables que se obtienen a partir del estado de Equilibrio Financiero de las empresas. Existen otras posibles variables cuyo poder explicativo con respecto al saneamiento de las empresas sería muy importante medir, como por ejemplo algunas variables que reflejen el resultado económico o financiero de la empresa, o algún índice de productividad. Sin embargo, decidimos mantenernos dentro del ámbito del estado de Equilibrio Financiero por mantener la homogeneidad de la información estadística utilizada a lo largo de este trabajo. Las restantes posibilidades quedan para un posible análisis posterior.

Como primer paso en el análisis de los determinantes del saneamiento de una empresa se calcularon los coeficientes de correlación entre la Tasa de Saneamiento y las variables: Circulante Financiero/Capital Económico, Fondos a corto/Recursos Ajenos, y Fondos Bancarios/Recursos Ajenos, obteniéndose los resultados que aparecen en la tabla 10 donde se observa que:

- a) Existe una correlación significativa a través de todos los sectores en el sentido de que las empresas con un mayor Tasa de Saneamiento son también las que tienen un mayor porcentaje de recursos ajenos en la forma de préstamos a corto plazo. Aunque en principio pudiera esperarse que parte de esta correlación proviniese de la observación de que las empresas privadas están más saneadas y tienen además un

mayor porcentaje de recursos ajenos a corto plazo, sin embargo cabe observar en la tabla, que la correlación para las empresas públicas no es consistentemente elevada y positiva.

- b) Existe una correlación significativa en el sentido de que las empresas más saneadas son asimismo las que tienen un mayor porcentaje de sus Recursos Ajenos en la forma de créditos de entidades bancarias. Esta correlación tiene como posible interpretación el que estas entidades tienen muy en cuenta las condiciones de saneamiento de una empresa cuando han de tomar la decisión de concederle los préstamos que ésta solicita. También tiene interés observar que en 10 de los 16 sectores en que esta correlación es significativa para las empresas públicas, resulta ser negativa, lo que sugiere que la concesión de créditos bancarios al sector público no parece regirse por las mismas normas que la concesión de los mismos a las empresas del sector privado.
- c) Al examinar el ratio Circulante Financiero/Capital Económico, cabe notar que este ratio tiene el signo del Circulante Financiero, que puede ser positivo o negativo, puede interpretarse un Circulante Financiero grande como uno que es positivo, y uno pequeño, como uno que es negativo. Los datos de la tabla muestran que existe una correlación positiva entre Tasa de Saneamiento y el ratio Circulante Financiero/Capital Económico, lo que sugiere que las empresas saneadas tienden a tener un Circulante Financiero positivo, es decir, que financian a sus clientes y deudores. Las empresas menos saneadas, por el contrario, tienden a tener un Circulante Financiero negativo.

De este modo, del estado de Equilibrio Financiero, escogimos como posibles causas explicativas del saneamiento de las empresas:

- 1) La estructura del plazo de la deuda de las mismas, medida por:

Deuda Neta a Corto	Deuda Neta-Recursos Ajenos a Medio y Largo Plazo
-----	-----
Deuda Neta	Deuda Neta

- 2) El ratio de Liquidez de la empresa.
- 3) El ratio Existencias/Capital Económico.
- 4) El tamaño del Circulante Financiero, medido por:
Circulante Financiero/Capital Económico.
- 5) La titularidad de la empresa, si privada o pública.

Estas variables fueron elegidas porque, a priori, cabe esperar que las empresas más saneadas tengan más liquidez, saldo acreedor en su Circulante (y por tanto, mayor CF/KE), menores existencias (si hay una gestión eficiente de las mismas). La titularidad de la empresa tiene sentido en la regresión no sólo porque el objetivo central de este trabajo es detectar posibles diferencias financieras entre ambos tipos de empresas, sino porque ya hemos comprobado mediante análisis previos que, precisamente con respecto a los valores de la Tasa de Saneamiento, estas diferencias son importantes. No hay sin embargo una idea previa acerca del posible signo de la variable que mide la estructura de la deuda. Podría ser interesante la inclusión de variables como el porcentaje de recursos ajenos que proceden de entidades de crédito, pero esta variable está muy correlacionada con el porcentaje de Recursos Ajenos a corto plazo, y ello supondría introducir multicolinealidad en el modelo.

Los resultados de las distintas regresiones que se estimaron se recogen en la tabla 17. La primera columna muestra los coeficientes estimados en una regresión en que las observaciones correspondientes a cada empresa se ponderaron de acuerdo con el tamaño relativo de la empresa en su sector. Tras las depuraciones de empresas anómalas a las que hacemos referencia en el apéndice, la muestra contenía 1534 empresas, que son las que se utilizaron en estas estimaciones. Las cifras en paréntesis debajo de los coeficientes muestran las desviaciones típicas asintóticamente consistentes, lo que se obtiene tras aplicar a la matriz de covarianzas de mínimos cuadrados la corrección de White ("A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity", *Econometrica*, 48, 817-838. (1980)). Se presenta asimismo el valor del mayor número de condición. Dicho número evalúa la situación de multicolinealidad de las variables

TABLA 17

Análisis de Regresión de la Tasa de Saneamiento

Constante	.15 (.01)	.14 (.04)	.10 (.02)	.14 (.03)	.15 (.03)	.16 (.08)
DNC/DN	.009 (.005)	.014 (.003)	.006 (.004)	.013 (.004)	.011 (.006)	.007 (.004)
EX/KE	-.09 (.01)	-.11 (.03)	-.32 (.09)	-.08 (.05)	-.05 (.01)	-.22 (.11)
CF/KE	.30 (.02)	.37 (.05)	.40 (.11)			
Titularidad	.42 (.18)	.40 (.10)	.59 (.09)	.45 (.16)	.47 (.04)	.63 (.08)
Liquidez	.082 (.030)	.093 (.010)	.039 (.018)	.14 (.57)	.11 (.01)	.062 (.034)
R ²	.40	.38	.49	.27	.26	.11
Máximo número de condición:	4.8	5.3	9.5	4.6	5.2	9.3
PONDERADA	si S	si GS	no	si GS	si S	no

Nota: S y GS denotan que las ponderaciones utilizadas en la regresión han sido el peso relativo de cada empresa dentro de su sector o Gran sector, respectivamente.

utilizadas como explicativas.

Estos resultados confirman las hipótesis iniciales: Un mayor saneamiento tiende a venir asociado con: a) Un mayor porcentaje de la Deuda Neta en la forma de Deuda a corto plazo, b) un menor porcentaje del Capital Económico en la forma de Existencias, c) un mayor Circulante Financiero (medido en relación al Capital Económico de la empresa), y d) con una titularidad privada. Más concretamente, estas regresiones sugieren que las empresas privadas tienen una Tasa de Saneamiento substancialmente mayor que las empresas públicas, pues como indica el coeficiente de la variable "Titularidad", dicha diferencia es aproximadamente de .40 a .60 . Este valor coincide con las estimaciones que obtuvimos anteriormente mediante el Análisis de la Varianza.

Todas las variables resultan significativas. Sin embargo, el ratio Existencias/Capital Económico no lo era antes de corregir la matriz de covarianzas, pero pasa a serlo tras la corrección. En el caso de las variables Liquidez, DNC/DN y Titularidad, las correcciones de las varianzas son importantes, lo que sugiere que los residuos mínimo-cuadráticos del modelo dependen de estas variables, y que quizá la consideración de funciones no lineales de las mismas incrementará el poder explicativo de la regresión, aunque de momento esta línea de trabajo no se ha explorado.

Las empresas con una mayor parte de su Capital Económico en la forma de Existencias tienen un menor saneamiento. Un incremento de .10 en este ratio de existencias incrementa en promedio la Tasa de Saneamiento en .01 ; si el ratio pasase, por ejemplo, de .20 a .60, entonces la Tasa de Saneamiento disminuiría en .04 . Hay que hacer hincapié en que este efecto, aunque no excesivamente fuerte, es significativo.

En algunos casos, el volumen de inventarios que la empresa mantiene puede estar respondiendo a fluctuaciones estacionales o cíclicas en la demanda, pero en otros casos, nuestras estimaciones sugieren que las empresas que están excesivamente endeudadas lo deben en alguna medida a la acumulación de existencias.

Por último, las empresas más saneadas tienen en su mayoría un Circulante Financiero positivo, mientras que las empresas con Circulante Financiero negativo tienden en promedio a ser las menos saneadas. Una forma de interpretar este resultado es que las empresas menos saneadas tienen una mayor dificultad de acceso a las fuentes de financiación externas, y las substituye por financiación interna que consiguen retrasando el pago de sus deudas. Esto puede ocurrir bien dentro de la explotación, es decir, manteniendo un saldo neto Clientes-Proveedores negativo, o fuera de la explotación, con un saldo neto Deudores-Acreedores negativo, o ambos simultáneamente. Nuestro modelo no puede discriminar entre estas dos posibilidades.

Recordando nuestra descomposición del estado de equilibrio Financiero:

KE	PN
	DN = RA - CF

KE : Capital Económico (ver figura 3)

RA : Recursos Ajenos (3.2+4 en la fig. 2)

CF : Circulante Financiero (= Activo Circulante Neto-Existencias en fig.2)

el resultado que acabamos de mencionar tiene un significado claro: Como Capital Económico = Patrimonio Neto+Deuda Neta = Patrimonio Neto+Recursos Ajenos-Circulante Financiero, entonces se tiene que:

$$TS = PN/KE = 1 - (RA-CF)/KE$$

por lo que tasas de saneamiento elevadas implican valores bajos del cociente (Recursos Ajenos-Circulante Financiero)/Capital Económico, y en particular, valores positivos de Circulante Financiero (de lo contrario el último de estos ratios sería negativo, y como consecuencia la Tasa de Saneamiento sería menor que 1, posiblemente en una magnitud apreciable, contra nuestro supuesto de que dicha tasa es elevada).

Si la Tasa de Saneamiento fuese pequeña, entonces podría llegar a ser negativa, lo que puesto que el Capital Económico es siempre positivo, ha de venir asociado con un Circulante Financiero menor que los Recursos Ajenos, e incluso posiblemente negativo.

La igualdad anterior no garantiza que las correlaciones entre PN/KE , CF/KE y RA/KE sean muy elevadas, puesto que los dos últimos ratios podrían tener un comportamiento muy errático, con respecto a PN/KE . Sin embargo, las correlaciones de la tabla 10 sugieren que puede ocurrir lo contrario, es decir, que los tres ratios, todos con el Capital Económico como denominador estén muy correlacionados entre sí. En tal caso, el lector puede estar interesado en conocer los resultados cuando se excluye esta variable, lo que se presenta en las tres últimas columnas de la tabla.

VIII. ANALISIS DISCRIMINANTE DE LA TITULARIDAD DE UNA EMPRESA.

Como última parte del análisis empírico que hemos llevado a cabo acerca de las posibles diferencias en el comportamiento financiero de las empresas privadas y públicas, seleccionamos una lista de variables que a nuestro juicio, y sobre la base de los resultados que hemos presentado en secciones anteriores, pudieran resumir de un modo más claro la distinción entre ambos grupos de empresas. Estas variables fueron:

- a) La Tasa de Saneamiento,
- b) el plazo de la Deuda Neta: $\text{Deuda Neta a Corto Plazo} / \text{Deuda Neta}$,
- c) la importancia de las existencias: $\text{Existencias} / \text{Capital Económico}$,
- d) el Ratio de Liquidez,
- e) el porcentaje de fondos ajenos de procedencia bancaria, y
- f) el ratio: $\text{Circulante Financiero} / \text{Capital Económico}$

El procedimiento que llevamos a cabo fue una análisis discriminante, que utilizamos para obtener respuesta a las dos cuestiones siguientes:

- 1) Si nos fuesen dados los valores de las 6 variables que hemos mencionado en una empresa determinada, cuya titularidad desconociésemos, y si pretendiésemos inferir si dicha empresa es pública o privada, ¿cuál de las 6 variables sería la que nos daría la información más relevante?
- 2) Una forma más detallada de ilustrar las diferentes características de ambos tipos de empresas sería encontrar la combinación lineal de las variables anteriores que nos proporcionase una información más completa acerca de la clasificación de una empresa como pública o privada. La diferencia con respecto a los análisis anteriores es que en esta ocasión se consideran todas las variables, y no sólo aquella que toma valores más diferenciados entre los dos grupos de empresas.

El criterio con que se selecciona una variable de entre el conjunto de

candidatos es el del mayor coeficiente de correlación parcial cuando se predice la variable en consideración utilizando la variable cualitativa que distingue entre empresas públicas y privadas, y corrigiendo por los efectos de las restantes variables.

Para responder a la segunda cuestión, se calcula la primera variable canónica, siendo ésta la combinación lineal de las 6 variables (en nuestro caso), que tiene una correlación más elevada con la variable cualitativa que representa a la titularidad de una empresa. Dicha correlación se conoce como primera correlación canónica. La variable canónica también se conoce como función discriminante.

El análisis fue efectuado para los Grandes Sectores industriales, así como para toda la muestra, con los resultados que aparecen en la tabla 18. No efectuamos el análisis por sectores, no sólo por limitar el volumen de información presentada, sino también porque, como hemos dicho anteriormente, algunos sectores cuentan con un número muy reducido de empresas públicas, y los resultados estarían sujetos a un error muestral apreciable¹².

Como ha venido siendo habitual en este trabajo, al efectuar el análisis por Grandes Sectores se ponderó cada observación por el tamaño relativo de la empresa correspondiente dentro de su Gran Sector, mientras que al hacer el análisis para toda la muestra, se utilizó como ponderación el tamaño relativo de la empresa dentro del total muestral. En ambos casos, la medida del tamaño relativo es la explicada en el apéndice.

Como resumen de los resultados obtenidos, puede decirse que:

- a) Excepto en los Grandes Sectores 5 (Extracción de Minerales), y 6 (Siderometalurgia), donde las variables seleccionadas fueron, respectivamente, el ratio Excedentes/Capital Económico y el ratio de Liquidez, en los restantes 7 Grandes Sectores, así como en el total muestral, la variable escogida como factor diferenciador más importante de la titularidad de una empresa fue la Tasa de Saneamiento que hemos introducido en este trabajo.

TABLA 18

ANALISIS DISCRIMINANTE DE LA TITULARIDAD

Coeficientes de la Variable Canónica

Gran Sector	5	6	7	8	9	10	11	TODAS LAS EMPRESAS
TS	-1.63	.87	1.41	1.44	1.39	1.22	.56	1.30
DNC/DN	.41	-.09	-.05	.19	-.03	-.04	-.05	.0
EX/KE	-.50	.37	-.29	-.08	.20	-.26	.05	.11
LIQUIDEZ	1.45	-.63	-.37	-.27	-.03	.0	.22	-.14
FB/FA	.68	.0	-.27	-.28	-.03	.23	.60	.09
CF/KE	.33	-.42	-.20	-.71	-.56	-.12	.08	-.47
Corr. Can.	.74 (.11)	.48 (.12)	.39 (.08)	.20 (.07)	.43 (.04)	.59 (.04)	.34 (.04)	.42 (.02)

Media de la Variable Canónica:

PRIVADAS:	-3.2	3.1	.75	1.0	4.9	4.9	2.3	.79
PUBLICAS:	7.3	-3.8	-34.00	-10.7	-24.6	-33.3	-31.2	-49.1

Porcentaje de empresas privadas:

	79%	72%	99%	95%	91%	91%	96%	93%
--	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

Variable seleccionada:

	EX/KE	LIQ.	TS	TS	TS	TS	TS	TS
--	-------	------	----	----	----	----	----	----

R-cuadrado parcial. (Relación al siguiente R-cuadrado):

	2.64 (1.17)	3.27 (1.08)	7.46 (4.17)	4.00 (4.71)	47.85 (7.64)	73.24 (8.30)	24.64 (1.45)	146.81 (13.44)
--	----------------	----------------	----------------	----------------	-----------------	-----------------	-----------------	-------------------

TS: Tasa de Saneamiento

DN: Deuda Neta

DNC: Deuda Neta a Corto Plazo

CF: Circulante Financiero

KE: Capital Económico

EX: Existencias

FB: Fondos Ajenos Bancarios

FA: Fondos Ajenos

Corr. Can.: Correlación entre la variable canónica y la Titularidad de las empresas.
Entre paréntesis se muestra su desviación típica estimada.

- b) Como puede verse en la tabla, los dos casos en que la Tasa de Saneamiento no fue la variable escogida, son aquellos en los que la selección fue más apretada. El cociente del R-cuadrado parcial de la variable escogida al de la variable que quedó en segundo lugar de acuerdo con este criterio fueron inferiores a 1.20 en ambos casos, mientras que en los restantes Grandes sectores así como en el total muestral, la selección de la Tasa de Saneamiento fue mucho más clara, ya que los valores del cociente similar al anterior fueron: 4.17, 4.71, 7.64, 8.75, 1.45 y 13.45 .
- c) Los valores promedio de la función discriminante son bien diferentes para ambos grupos de empresas, en todos los Grandes sectores, así como en la muestra total. Las correlaciones canónicas son asimismo importantes.

[12] Al presentar las variables canónicas estimadas, los coeficientes de la combinación lineal se normalizaron de modo que la varianza de dicha variable dentro de las clases fuese la unidad.

IX. LA PRODUCTIVIDAD Y EL SANEAMIENTO DE LAS EMPRESAS PUBLICAS INDUSTRIALES.

En Trujillo ("La Eficiencia de las Empresas Públicas Industriales" (1986), documento 86-10 FEDEA) se calculó un índice de eficiencia productiva para cada una de las empresas públicas de los sectores industriales. La eficiencia relativa se mide mediante un índice global del tipo conocido como Divisia, que en este caso utiliza una variable para definir la producción y ocho tipos de factores productivos. Dichos factores son agregados de acuerdo con su participación en el coste total de producción.

En una primera etapa se calculaba un valor de dicho índice de productividad para cada par de empresas en la muestra. A continuación, se definía para cada empresa pública, el rango de empresas privadas que, por su tamaño y actividad, eran comparables con la primera. Por último, se calculaba para cada empresa pública el promedio de los índices de productividad de dicha empresa y las empresas privadas comparables a ella. De este modo, valores positivos de este promedio denotaban una empresa pública más eficiente que las empresas privadas de su entorno, mientras que un valor negativo del índice denotaba una empresa pública menos eficiente que las empresas privadas de su entorno.

En cada caso se trata de un índice de eficiencia relativo al entorno privado de cada empresa pública. El entorno se define como tamaño similar (ver sección X) y pertenencia al mismo sector económico. El índice de eficiencia relativa de cada empresa pública se obtiene como media ponderada de los índices de esa empresa con cada una de las privadas de su entorno. Los coeficientes de ponderación utilizados son los pesos relativos (representados por el tamaño) de las empresas privadas en el conjunto de empresas privadas pertenecientes al entorno de la empresa pública en cuestión.

Análogamente, construimos un índice de saneamiento para cada una de las

empresas públicas en la muestra, utilizando las diferencias entre los valores de la Tasa de Saneamiento de cada empresa pública y los de las empresas privadas de su entorno. Dicho índice toma un valor positivo o negativo dependiendo de que la empresa pública en consideración estuviese más o menos saneada que las empresas privadas de su entorno, y mayor o menor en valor absoluto, según que tales diferencias fuesen o no importantes. El entorno de cada empresa pública fue definido de igual modo que en el estudio de eficiencia productiva.

El resultado de este ejercicio puede resumirse en los datos de la tabla que se acompaña. Un 70% de las empresas públicas que son más productivas que las privadas de su entorno, están asimismo más saneadas. Análogamente, el 75% de las empresas públicas que son menos productivas que sus homólogas privadas, están también menos saneadas que éstas. Finalmente, para llevar a cabo un análisis más detallado de las relaciones entre estas dos características de las empresas públicas, calculamos el coeficiente de correlación entre ambos índices, obteniendo un valor de .33 , que resulta significativo al 99% de confianza.

EMPRESAS PUBLICAS

	Más Productivas	Menos Productivas	TOTAL
Más saneadas	10	4	14
Menos saneadas	18	53	71
TOTAL	28	57	85

En el proceso, se observaron 4 empresas públicas con valores atípicos del par de índices, en el sentido de que mientras que uno de ellos era muy elevado en

valor absoluto, el otro índice era aproximadamente cero. Al excluir estas cuatro observaciones, el coeficiente de correlación subió a .42 , valor asimismo significativo al 99% de confianza. Este valor del coeficiente de correlación es importante, tratándose de una muestra de datos de sección cruzada.

El número de empresas públicas utilizadas en este cálculo fue de 96, que resulta de eliminar aquellas empresas cuyo entorno resultó ser vacío así como las cuatro empresas a las que nos referimos en el párrafo anterior. Estos resultados puede tomarse como evidencia significativa en el sentido de que las empresas públicas que están menos saneadas que las empresas privadas similares, lo están precisamente porque son menos eficientes que éstas desde el punto de vista productivo.

X. CONCLUSIONES.

En este trabajo se ha investigado la existencia de diferencias en la estructura financiera de las empresas públicas y privadas industriales españolas. La constatación empírica de tales diferencias es un paso imprescindible para acometer el estudio de las causas que lo justifican y de las consecuencias a que puedan dar lugar.

En la Introducción de este trabajo se expusieron algunas razones que a juicio de los autores pueden justificar a priori la existencia de diferencias en la estructura financiera de las empresas públicas. Estas pueden resumirse en: Acceso a circuitos privilegiados de crédito, riesgo asumido por el Estado, ser originariamente empresas privadas en situación crítica y ser financiadas a través de un holding. Sin embargo, no se entra a discutir la posible influencia de estas causas sobre la situación de la empresa, ni de otras de distinta índole como la productividad o los resultados económicos. En otros trabajos se abordará la relación entre variables tecnológicas (productividad), económicas (resultados) o financieras (saneamiento).

El trabajo utiliza como base de datos la encuesta de 1983-84 de la Central de Balances del Banco de España, con un total de 2343 empresas privadas y 135 empresas públicas. Tras eliminar algunas empresas por carecer de fiabilidad las observaciones correspondientes, la muestra se redujo a 2276 empresas. El estudio se reduce al análisis del estado de Equilibrio Financiero, por lo que es limitado en cuanto que no toma en consideración variaciones intertemporales, ni relaciona características del equilibrio financiero con otros datos de la empresa. También presenta alguna limitación por ser una información que consta de datos acerca de variables stock de la empresa a 31 de diciembre.

En resumen, nuestro interés se ha centrado en tres características financieras: el nivel de endeudamiento, el plazo de las deudas y la liquidez de las

empresas. Un argumento central en el trabajo es la necesidad de utilizar el concepto de Deuda Neta frente al de Recursos Ajenos como indicativo de la posición deudora de la empresa. El concepto de Deuda Neta supone descontar o añadir, según el caso, el Circulante Financiero a los Recursos Ajenos. Nuestro punto de vista es que los estudios habituales están excesivamente influenciados por características jurídico- contractuales de los tipos de deuda más que por consideraciones económicas. De esta forma, creemos que tomando en consideración la Deuda Neta puede obtenerse una mejor relación de las características financieras de la empresa.

Las conclusiones de este trabajo son que las empresas públicas están más endeudadas que las empresas privadas de su mismo sector, están menos saneadas, tienen una mayor proporción de sus recursos ajenos en la forma de corto plazo, una menor proporción en la forma de créditos bancarios, mantienen un mayor saldo deudor con sus clientes, una menor Tesorería, y tienen una menor liquidez que las empresa privadas.

Estas cuestiones han sido analizadas a tres niveles: Mediante comparación de los promedios de dichas variables para empresas públicas y privadas por separado, y mediante análisis de varianza. Además, hemos hecho un análisis de regresión de los determinantes del saneamiento de las empresas. Finalmente, llevamos a cabo un análisis discriminante de los dos tipos posibles de titularidad de una empresa, utilizando como posibles factores explicativos las principales variables utilizadas en este trabajo. La Tasa de Saneamiento que hemos introducido en este trabajo resultó ser la variable que mejor discrimina entre los dos tipos de titularidad (privada,pública) de las empresas en la muestra. Un último resultado obtenido en el trabajo sugiere que cuando una empresa pública está menos saneada que las empresas privadas comparables, ello puede deberse a que la empresa pública sea menos eficiente productivamente que dichas empresas privadas.

Las conclusiones pueden resumirse, de acuerdo con los tres puntos sobre los que concentrábamos nuestra atención, como sigue:

1. Las empresas públicas están con generalidad menos saneadas (más endeudadas) que las empresas privadas. Este resultado quedaría suavizado si se considerasen recursos

propios la financiación otorgada a las empresas por parte del holding correspondiente.

2. Las empresas públicas tienen un menor porcentaje de recursos ajenos a corto plazo. Sin embargo, como tienen un menor Circulante Financiero o incluso utilizan éste para financiarse, no puede decirse que presenten una mayor proporción de Deuda Neta a corto.
3. Las empresas públicas tienen en promedio una liquidez inferior a la de las empresas privadas. La liquidez fue medida por la relación entre activo y pasivo circulante, tanto excluyendo las existencias como parte del Circulante, como incluyéndolas. En ambos casos, la evidencia empírica es en el sentido antes mencionado. El Ratio de Liquidez es más estable para las empresas privadas mientras que presenta una enorme volatilidad para las públicas.

XI. APENDICE. 1

Uno de los principales problemas que surgen cuando tratan de compararse las características correspondientes a las distintas observaciones de una muestra de sección cruzada es el grado de homogeneidad de las mismas. Concretamente, el problema aparece cuando se quieren calcular algunos estadísticos (media y varianzas muestrales, mediana, percentiles, etc.) para ciertas variables de modo que se obtenga un valor representativo de dichas variables para un sector, un gran sector, o bien para toda la muestra.

En el caso de nuestro trabajo con la muestra de 1984 de la Central de Balances, la primera observación empírica que se obtiene con gran regularidad, casi con independencia de cuál sea la variable estudiada, o el nivel de agregación al que se trabaja, es que al calcular estadísticos para toda la muestra o alguno de los sectores o grandes sectores, se obtienen varianzas muestrales grandes en relación al valor promedio al que se refieren. Dichas varianzas sugieren evidentemente, que los valores promedios correspondientes se estiman con gran imprecisión. Todo ello no es sino el reflejo de un rango excesivamente amplio de la variable en consideración: A su vez, un rango amplio es simplemente una indicación de que el comportamiento de las unidades de decisión que generan la muestra es más heterogéneo de lo que posiblemente se esperase en un comienzo.

En tales circunstancias, cabría pensar que todas las unidades muestrales merecen igual ponderación al calcular los estadísticos muestrales. Desde este punto de vista, la heterogeneidad es una característica más del comportamiento de los decisores recogidos en la muestra, y ello conlleva la imprecisión con que se asigna un valor promedio que represente a unidades de decisión tan heterogéneas. De este modo, no hay razón para introducir ninguna corrección al respecto, que pudiese reducir la varianza de la estimación, y con ello, aumentar su precisión.

En ocasiones, sin embargo, puede encontrarse una característica común a las unidades de decisión para las que la variable en estudio toma valores más alejados del promedio muestral. Si además dicha característica hace cuestionable el grado de representatividad de este grupo de empresas, entonces puede argumentarse que la muestra recogería observaciones más representativas de la población si se prescindiese de tales individuos.

En la experiencia de nuestro trabajo con el estado de Equilibrio Financiero de la Central de Balances, resultaron ser las empresas "pequeñas" las que seguían un comportamiento más diferenciado de los valores promedio. Ante estas circunstancias, es preciso preguntarse qué se entienda por "empresa representativa" del sector en estudio.

Por ejemplo, cabría pensar que las empresas grandes, quizá porque sus resultados, tanto cuando son positivos como cuando son negativos, tienen un mayor impacto financiero, laboral, etc., son las empresas en las que el investigador debe concentrar su atención. Si éste fuese el caso, entonces convendría aplicar a cada observación muestral, una ponderación directamente relacionada con el tamaño de cada empresa. De este modo, no sólo estaríamos dando más importancia a las empresas que consideramos más representativas (las empresas de gran tamaño), sino que estaríamos disminuyendo la importancia de aquellas que tienen un comportamiento más dispar (las empresas pequeñas), con lo que los valores promedios estimados tendrían ahora una mayor precisión. Por supuesto que en el caso límite, y dependiendo de la función de ponderación utilizada, la importancia concedida a las empresas muy pequeñas al calcular los estadísticos podría llegar a ser prácticamente nula.

Por otra parte, podría pensarse que son las empresas grandes las que, bien sea por el volumen de su fuerza laboral, o de sus restricciones financieras, siguen un comportamiento que no es representativo del comportamiento que siguen las empresas de su sector. Desde este punto de vista, cabría aplicar a cada observación una ponderación que estuviese inversamente relacionada con el tamaño de cada empresa.

Por supuesto, sería posible asimismo, encontrar otra característica que

identificase a las empresas "heterogéneas". Por ejemplo, podrían éstas ser las empresas con pocos empleados, o con escasos recursos ajenos, etc., aquéllas que siguen un comportamiento más diferente del promedio. En ese caso, habría que construir una ponderación que tendiese a disminuir la importancia concedida a tales empresas en el cálculo de estadísticos submuestrales. Pero una vez más, cabe reiterar que bien podría ocurrir que se pensase que todas las empresas, con independencia de cuán alejadas se hallen del promedio, son igualmente interesantes en cuanto a resumir el comportamiento que siguen las empresas de su sector, en cuyo caso, no hay lugar a introducir ninguna ponderación.

En el trabajo que precede, no sólo observamos que las empresas pequeñas eran las más alejadas de los valores promedio, sino que entendíamos que las empresas de mayor tamaño eran más representativas del comportamiento de las empresas industriales españolas. Dado este punto de partida, procedía utilizar una regla de ponderación de las observaciones que fuese directamente proporcional al tamaño de cada empresa. Incluso si se acepta este planteamiento, no es en absoluto obvio qué ponderación utilizar.

Un primer problema es, por supuesto, qué entendemos por tamaño de una empresa. Además de no existir una definición susceptible de ser universalmente aceptada, creemos que hay varias dimensiones que pueden relacionarse con el tamaño de una empresa. Decidimos finalmente utilizar varias de ellas, y utilizar como ponderación una medida que agrupase los valores de estas diferentes características. Con tal propósito, utilizamos el índice de tamaño construido por Cerdán y Cuervo ("Un Indicador de Tamaño Empresarial" (1986)), con la misma base de datos que la utilizada en este trabajo.

Dicho índice es una combinación lineal de los valores del Activo Inmovilizado Neto, la cifra de ventas del ejercicio, y los gastos de personal para cada empresa. Estas tres variables fueron elegidas de entre un conjunto más amplio sobre la base de un análisis de componentes principales. De los posibles subconjuntos de variables que se probaron, el formado por estas tres variables es el que explica un mayor porcentaje de la varianza. Los coeficientes que acompañan a

cada una de estas variables al construir el índice de tamaño son los coeficientes de una análisis de componentes principales únicamente con estas tres variables.

Tampoco termina aquí el espectro de decisiones a adoptar. La tabla 19 recoge las 30 empresas (25 privadas y 5 públicas) del sector 14 . En dicha tabla aparece junto a cada empresa el valor del índice al que hemos hecho referencia. Como puede verse, dicho índice no está normalizado, por lo que su rango de valores es en principio, muy amplio. Por supuesto, al construir la media aritmética de los valores de una determinada variable en un cierto sector, se debería utilizar como ponderación el valor relativo del índice IT para cada empresa, dentro de su sector. De este modo, se tienen los índices relativos de tamaño que aparecen en la tercera columna de la tabla. En ocasiones hemos utilizado ponderaciones relativas dentro de cada sector, y otras veces, ponderaciones relativas de las empresas de una misma titularidad dentro de cada sector. Las primeras aparecen en la tabla 19, mientras que las últimas se muestran en la tabla 20 .

Como puede verse, sin embargo, la utilización directa de dicho índice como ponderación esencialmente eliminaría todas las empresas, excepto aquellas realmente "grandes". La empresa privada y pública mayores tienen entre ambas un 66% del sector, mientras que las 28 empresas restantes tienen tan sólo 1/3 del tamaño del sector, de acuerdo con esta medida. Tal ponderación parece excesivamente desproporcionada, al menos para nuestros propósitos. Así, se intentaron otras variantes basadas en el índice de tamaño. Concretamente, se consideraron la raíz cuadrada y el logaritmo neperiano del índice IT .

Los valores relativos de estos nuevos índices aparecen en las columnas 4 y 5 de ambas tablas. En el caso de la raíz cuadrada, las dos empresas antes citadas ostentan ahora tan sólo el 26% del tamaño del sector, mientras que en el caso logarítmico, ambas empresas representan el 9.3% del sector. Mientras que este último caso parece excesivamente extremo, se juzgó e que el caso de la raíz cuadrada era un compromiso adecuado, por lo que esta fue la regla de ponderación utilizada en el cálculo de todos los estadísticos mencionados en el trabajo.

T A B L A 19

EMPRESA	IT	IT/ SUMA(IT)	$\sqrt{IT}/$ SUMA($\sqrt{IT}$)	LN(IT) / SUMA(LNIT)
1	183	0,000	0,004	0,020
2	195	0,000	0,004	0,020
3	243	0,000	0,005	0,021
4	330	0,000	0,006	0,022
5	921	0,001	0,009	0,026
6	1124	0,002	0,010	0,027
7	1544	0,002	0,012	0,028
8	1570	0,002	0,012	0,028
9	2216	0,003	0,015	0,030
10	2994	0,005	0,017	0,031
11	4125	0,006	0,020	0,032
12	4187	0,007	0,020	0,032
13	4981	0,008	0,022	0,033
14	5765	0,009	0,024	0,033
15	5793	0,009	0,024	0,033
16	7833	0,012	0,028	0,035
17	7915	0,012	0,028	0,035
18	10225	0,016	0,032	0,036
19	12726	0,020	0,035	0,037
20	14769	0,023	0,038	0,037
21	16885	0,027	0,040	0,038
22	22817	0,036	0,047	0,039
23	27915	0,044	0,052	0,040
24	35994	0,057	0,059	0,041
25	126088	0,198	0,111	0,045
26	10916	0,017	0,033	0,036
27	11239	0,018	0,033	0,036
28	30792	0,048	0,055	0,040
29	32129	0,050	0,056	0,040
30	231182	0,364	0,150	0,048

Nota: Las primeras 25 empresas son privadas y las 5 restantes públicas

T A B L A 20

EMPRESA	IT	IT/ SUMA(IT)	$\sqrt{IT}/$ SUMA($\sqrt{IT}$)	LN(IT) / SUMA(LNIT)
1	183	0,000	0,006	0,025
2	195	0,001	0,006	0,025
3	243	0,001	0,007	0,027
4	330	0,001	0,008	0,028
5	921	0,003	0,014	0,033
6	1124	0,004	0,015	0,034
7	1544	0,005	0,018	0,035
8	1570	0,005	0,018	0,036
9	2216	0,007	0,022	0,037
10	2994	0,009	0,025	0,039
11	4125	0,013	0,030	0,040
12	4187	0,013	0,030	0,040
13	4981	0,016	0,033	0,041
14	5765	0,018	0,035	0,041
15	5793	0,018	0,035	0,042
16	7833	0,025	0,041	0,043
17	7915	0,025	0,041	0,043
18	10225	0,032	0,047	0,045
19	12726	0,040	0,052	0,046
20	14769	0,046	0,056	0,046
21	16885	0,053	0,060	0,047
22	22817	0,071	0,070	0,048
23	27915	0,087	0,077	0,049
24	35994	0,113	0,088	0,051
25	126088	0,395	0,164	0,057
26	10916	0,035	0,100	0,180
27	11239	0,036	0,101	0,180
28	30792	0,097	0,168	0,200
29	32129	0,102	0,171	0,201
30	231182	0,731	0,460	0,239

Nota: Las primeras 25 empresas son privadas y las 5 restantes públicas

Una vez que se ha realizado el trabajo con el criterio que acabamos de mencionar acerca de las ponderaciones que debían aplicarse a cada observación, es importante preguntarse qué habría ocurrido si se hubiesen seguido otros criterios. A este propósito, acompañamos la tabla 21, en la que se muestran los promedios de la Autonomía Financiera que se obtienen cuando no se utiliza ninguna ponderación .

La observación evidente de la comparación de ambos conjuntos de promedios, es que ambos ratios se miden con mucha mayor imprecisión en el caso en que no se utiliza ninguna ponderación. Como consecuencia, los promedios obtenidos para empresas privadas y públicas resultan ser no significativas en la mayoría de los casos. Ello no se debe a que dichos promedios no sean numéricamente muy diferentes, sino porque debido a la imprecisión con que se miden, sus intervalos de confianza son excesivamente amplios.

T A B L A 21

A U T O N O M I A F I N A N C I E R A

Sector	----- P O N D E R A D A -----				----- S I N P O N D E R A R -----			
	P R I V A D A S		P U B L I C A S		P R I V A D A S		P U B L I C A S	
	Media	Desv. Std.	Media	Desv. Std.	Media	Desv. Std.	Media	Desv. Std.
12	0,52	(0,12)	0,68	(0,15)	0,50	(0,38)	3,03	(5,02)
13	0,61	(0,09)	0,19	(0,53)	0,64	(0,33)	0,26	(0,76)
14	0,37	(0,05)	0,06	(0,07)	0,43	(0,24)	0,07	(0,19)
15	0,55	(0,08)	0,43	(0,04)	0,52	(0,26)	0,43	(0,11)
16	0,62	(0,03)	-0,02	(0,00)	0,60	(0,33)	-0,02	(0,00)
20	0,67	(0,02)	0,46	(0,09)	0,67	(0,25)	0,53	(0,27)
21	0,64	(0,03)	0,28	(0,00)	0,61	(0,36)	0,28	(0,00)
22	0,68	(0,03)	0,75	(0,00)	0,65	(0,28)	0,75	(0,00)
23	0,56	(0,06)	0,55	(0,21)	0,67	(0,20)	0,69	(0,36)
24	0,53	(0,03)	-0,15	(0,09)	0,57	(0,55)	0,06	(0,43)
26	0,50	(0,02)	0,29	(0,08)	0,51	(0,35)	0,23	(0,26)
28	0,38	(0,07)	0,33	(0,07)	0,34	(0,51)	0,35	(0,14)
29	0,37	(0,06)	0,06	(0,15)	0,39	(0,26)	0,54	(0,50)
30	0,58	(0,03)	-0,17	(0,41)	0,58	(0,24)	-0,11	(0,58)
31	0,35	(0,09)	-0,38	(0,15)	0,42	(0,31)	-0,01	(0,76)
32	0,43	(0,09)	0,21	(0,12)	0,37	(0,72)	0,34	(0,42)
33	0,70	(0,05)	0,19	(0,00)	0,71	(0,25)	0,19	(0,00)
35	0,64	(0,04)	0,64	(0,51)	0,61	(0,25)	0,44	(0,77)
36	0,69	(0,04)	-0,61	(0,78)	0,65	(0,23)	-0,30	(2,11)
37	0,54	(0,05)	-0,19	(0,05)	0,62	(0,20)	-0,11	(0,13)
38	0,60	(0,04)	-0,60	(0,19)	0,63	(0,28)	-0,56	(0,57)
39	0,60	(0,02)	-0,59	(1,53)	0,59	(0,28)	-2,86	(8,13)
40	0,55	(0,02)	-0,07	(0,42)	0,58	(0,29)	-0,25	(0,86)
41	0,46	(0,03)	0,61	(0,00)	0,47	(0,33)	0,61	(0,00)
42	0,57	(0,03)	0,25	(0,00)	0,51	(0,29)	0,25	(0,00)
43	0,55	(0,03)	0,59	(0,00)	0,52	(0,32)	0,59	(0,00)
44	0,55	(0,03)	-3,48	(0,77)	0,59	(0,27)	-12,58	(25,7)
45	0,56	(0,04)	0,85	(0,19)	0,56	(0,42)	0,77	(0,46)
46	0,53	(0,02)	-0,16	(0,51)	0,55	(0,27)	-0,31	(0,75)
47	0,62	(0,05)	-0,16	(0,00)	0,59	(0,33)	-0,16	(0,00)

APENDICE 2

Estructura del equilibrio financiero de los sectores industriales públicos y privados.

SECTOR 12

EMPRESAS PUBLICAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	67	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	94		
EXISTENCIAS	6		
		33	DEUDA NETA
	100	100	

A		COMPOSICION DE LA DEUDA NETA		P
		0	REC. LARGO	
		48	REC. CORTO	
CLIENTES	15	5	PROVEEDORES	
DEUDORES	70	11	ACREEDORES	
TESORERIA	15			
		36	SALDO DEUDOR	
	100	100		

NUMERO DE EMPRESAS 4
ENDEUDAMIENTO 33%
PLAZO -33%
LIQUIDEZ 195%

EMPRESAS PRIVADAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	56	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	84		
EXISTENCIAS	16		
		44	DEUDA NETA
	100	100	

A		COMPOSICION DE LA DEUDA NETA		P
		11	REC. LARGO	
		36	REC. CORTO	
CLIENTES	54	8	PROVEEDORES	
DEUDORES	37	4	ACREEDORES	
TESORERIA	9			
		41	SALDO DEUDOR	
	100	100		

NUMERO DE EMPRESAS 6
ENDEUDAMIENTO 44%
PLAZO 11%
LIQUIDEZ 96%

SECTOR 13

EMPRESAS PUBLICAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	7	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	90		
EXISTENCIAS	10		
		93	DEUDA NETA
	100	100	

A		COMPOSICION DE LA DEUDA NETA		P
		14	REC. LARGO	
		39	REC. CORTO	
CLIENTES	17	6	PROVEEDORES	
DEUDORES	73	4	ACREEDORES	
TESORERIA	10			
		37	SALDO DEUDOR	
	100	100		

NUMERO DE EMPRESAS 2
ENDEUDAMIENTO 93%
PLAZO -5%
LIQUIDEZ 119%

EMPRESAS PRIVADAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	58	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	63		
EXISTENCIAS	37		
		42	DEUDA NETA
	100	100	

A		COMPOSICION DE LA DEUDA NETA		P
		18	REC. LARGO	
		23	REC. CORTO	
CLIENTES	78	8	PROVEEDORES	
DEUDORES	12	18	ACREEDORES	
TESORERIA	10			
		33	SALDO DEUDOR	
	100	100		

NUMERO DE EMPRESAS 12
ENDEUDAMIENTO 42%
PLAZO 32%
LIQUIDEZ 98%

SECTOR 14

EMPRESAS PUBLICAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	9	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	71		
EXISTENCIAS	29		
		91	DEUDA NETA
	100	100	

A		COMPOSICION DE LA DEUDA NETA		P
		7	REC. LARGO	
		40	REC. CORTO	
CLIENTES	54	8	PROVEEDORES	
DEUDORES	40	6	ACREEDORES	
TESORERIA	6			
		39	SALDO DEUDOR	
	100	100		

NUMERO DE EMPRESAS 5
ENDEUDAMIENTO 91%
PLAZO -4%
LIQUIDEZ 132%

EMPRESAS PRIVADAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	32	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	73		
EXISTENCIAS	27		
		68	DEUDA NETA
	100	100	

A		COMPOSICION DE LA DEUDA NETA		P
		11	REC. LARGO	
		30	REC. CORTO	
CLIENTES	70	12	PROVEEDORES	
DEUDORES	18	8	ACREEDORES	
TESORERIA	12			
		39	SALDO DEUDOR	
	100	100		

NUMERO DE EMPRESAS 25
ENDEUDAMIENTO 68%
PLAZO 24%
LIQUIDEZ 78%

SECTOR 15

EMPRESAS PUBLICAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	45	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	88		
EXISTENCIAS	12		
		55	DEUDA NETA
	100	100	

A		COMPOSICION DE LA DEUDA NETA		P
		8	REC. LARGO	
		38	REC. CORTO	
CLIENTES	87	8	PROVEEDORES	
DEUDORES	8	5	ACREEDORES	
TESORERIA	5			
		41	SALDO DEUDOR	
	100	100		

NUMERO DE EMPRESAS 6
ENDEUDAMIENTO 55%
PLAZO 5%
LIQUIDEZ 128%

EMPRESAS PRIVADAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	59	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	63		
EXISTENCIAS	37		
		41	DEUDA NETA
	100	100	

A		COMPOSICION DE LA DEUDA NETA		P
		30	REC. LARGO	
		8	REC. CORTO	
CLIENTES	72	18	PROVEEDORES	
DEUDORES	17	10	ACREEDORES	
TESORERIA	11			
		34	SALDO DEUDOR	
	100	100		

NUMERO DE EMPRESAS 11
ENDEUDAMIENTO 41%
PLAZO 75%
LIQUIDEZ 68%

SECTOR 16

EMPRESAS PUBLICAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

EMPRESAS PRIVADAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O			P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	-2	PATRIMONIO NETO	
INMOV. NETO	71			
EXISTENCIAS	29			
		102	DEUDA NETA	
	100	100		

A C T I V O			P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	83	PATRIMONIO NETO	
INMOV. NETO	72			
EXISTENCIAS	28			
		17	DEUDA NETA	
	100	100		

A COMPOSICION DE LA DEUDA NETA			P
		7	REC. LARGO
		34	REC. CORTO
CLIENTES	-9	6	PROVEEDORES
DEUDORES	104	9	ACREEDORES
TESORERIA	5		
		44	SALDO DEUDOR
	100	100	

A COMPOSICION DE LA DEUDA NETA			P
		34	REC. LARGO
		10	REC. CORTO
CLIENTES	80	22	PROVEEDORES
DEUDORES	5	17	ACREEDORES
TESORERIA	15		
		17	SALDO DEUDOR
	100	100	

NUMERO DE EMPRESAS 1
ENDEUDAMIENTO 102%
PLAZO 23%
LIQUIDEZ 50%

NUMERO DE EMPRESAS 68
ENDEUDAMIENTO 17%
PLAZO 42%
LIQUIDEZ 102%

SECTOR 17

EMPRESAS PUBLICAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

EMPRESAS PRIVADAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O			P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	.	.	PATRIMONIO NETO	
INMOV. NETO	.			
EXISTENCIAS	.			
		.	DEUDA NETA	
	100	100		

A C T I V O			P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	78	PATRIMONIO NETO	
INMOV. NETO	85			
EXISTENCIAS	15			
		22	DEUDA NETA	
	100	100		

A COMPOSICION DE LA DEUDA NETA			P
		.	REC. LARGO
		.	REC. CORTO
CLIENTES	.	.	PROVEEDORES
DEUDORES	.	.	ACREEDORES
TESORERIA	.		
		.	SALDO DEUDOR
	100	100	

A COMPOSICION DE LA DEUDA NETA			P
		12	REC. LARGO
		32	REC. CORTO
CLIENTES	49	15	PROVEEDORES
DEUDORES	37	10	ACREEDORES
TESORERIA	14		
		31	SALDO DEUDOR
	100	100	

NUMERO DE EMPRESAS 0
ENDEUDAMIENTO .%
PLAZO .%
LIQUIDEZ .%

NUMERO DE EMPRESAS 19
ENDEUDAMIENTO 22%
PLAZO -4%
LIQUIDEZ 102%

SECTOR 18

EMPRESAS PUBLICAS
EQUILIBRIO FINANCIEROEMPRESAS PRIVADAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	.	PATRIMONIO NETO	.
INMOV. NETO	.		
EXISTENCIAS	.		
		DEUDA NETA	
	100		100

A	COMPOSICION DE LA DEUDA NETA		P
		REC. LARGO	
		REC. CORTO	
CLIENTES	.	PROVEEDORES	
DEUDORES	.	ACREEDORES	
TESORERIA	.		
		SALDO DEUDOR	
	100		100

NUMERO DE EMPRESAS 0
ENDEUDAMIENTO .%
PLAZO .%
LIQUIDEZ .%

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	59	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	82		
EXISTENCIAS	18		
		41	DEUDA NETA
	100		100

A	COMPOSICION DE LA DEUDA NETA		P
		19	REC. LARGO
		18	REC. CORTO
CLIENTES	80	24	PROVEEDORES
DEUDORES	9	12	ACREEDORES
TESORERIA	11		
		27	SALDO DEUDOR
	100		100

NUMERO DE EMPRESAS 66
ENDEUDAMIENTO 41%
PLAZO 33%
LIQUIDEZ 85%

SECTOR 19

EMPRESAS PUBLICAS
EQUILIBRIO FINANCIEROEMPRESAS PRIVADAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	.	PATRIMONIO NETO	.
INMOV. NETO	.		
EXISTENCIAS	.		
		DEUDA NETA	
	100		100

A	COMPOSICION DE LA DEUDA NETA		P
		REC. LARGO	
		REC. CORTO	
CLIENTES	.	PROVEEDORES	
DEUDORES	.	ACREEDORES	
TESORERIA	.		
		SALDO DEUDOR	
	100		100

NUMERO DE EMPRESAS 0
ENDEUDAMIENTO .%
PLAZO .%
LIQUIDEZ .%

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	78	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	71		
EXISTENCIAS	29		
		22	DEUDA NETA
	100		100

A	COMPOSICION DE LA DEUDA NETA		P
		24	REC. LARGO
		18	REC. CORTO
CLIENTES	90	18	PROVEEDORES
DEUDORES	5	15	ACREEDORES
TESORERIA	5		
		25	SALDO DEUDOR
	100		100

NUMERO DE EMPRESAS 18
ENDEUDAMIENTO 22%
PLAZO 29%
LIQUIDEZ 98%

SECTOR 20

EMPRESAS PUBLICAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

EMPRESAS PRIVADAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O			P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	45	PATRIMONIO NETO	
INMOV. NETO	67			
EXISTENCIAS	33			
		55	DEUDA NETA	
	100	100		

A COMPOSICION DE LA DEUDA NETA			P
		21	REC. LARGO
		18	REC. CORTO
CLIENTES	85	25	PROVEEDORES
DEUDORES	5	4	ACREEDORES
TESORERIA	10		
		32	SALDO DEUDOR
	100	100	

NUMERO DE EMPRESAS 7
ENDEUDAMIENTO 55%
PLAZO 42%
LIQUIDEZ 78%

A C T I V O			P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	74	PATRIMONIO NETO	
INMOV. NETO	75			
EXISTENCIAS	25			
		26	DEUDA NETA	
	100	100		

A COMPOSICION DE LA DEUDA NETA			P
		23	REC. LARGO
		16	REC. CORTO
CLIENTES	75	22	PROVEEDORES
DEUDORES	14	15	ACREEDORES
TESORERIA	11		
		24	SALDO DEUDOR
	100	100	

NUMERO DE EMPRESAS 137
ENDEUDAMIENTO 26%
PLAZO 33%
LIQUIDEZ 102%

SECTOR 21

EMPRESAS PUBLICAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

EMPRESAS PRIVADAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O			P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	22	PATRIMONIO NETO	
INMOV. NETO	57			
EXISTENCIAS	43			
		78	DEUDA NETA	
	100	100		

A COMPOSICION DE LA DEUDA NETA			P
		25	REC. LARGO
		0	REC. CORTO
CLIENTES	86	12	PROVEEDORES
DEUDORES	3	25	ACREEDORES
TESORERIA	11		
		38	SALDO DEUDOR
	100	100	

NUMERO DE EMPRESAS 1
ENDEUDAMIENTO 78%
PLAZO 98%
LIQUIDEZ 38%

A C T I V O			P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	71	PATRIMONIO NETO	
INMOV. NETO	60			
EXISTENCIAS	40			
		29	DEUDA NETA	
	100	100		

A COMPOSICION DE LA DEUDA NETA			P
		18	REC. LARGO
		7	REC. CORTO
CLIENTES	72	33	PROVEEDORES
DEUDORES	11	19	ACREEDORES
TESORERIA	17		
		23	SALDO DEUDOR
	100	100	

NUMERO DE EMPRESAS 92
ENDEUDAMIENTO 29%
PLAZO 66%
LIQUIDEZ 89%

SECTOR 22

EMPRESAS PUBLICAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	69	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	56		
EXISTENCIAS	44		
		31	DEUDA NETA
	100	100	

A		COMPOSICION DE LA DEUDA NETA		P
		21	REC. LARGO	
		0	REC. CORTO	
CLIENTES	79	45	PROVEEDORES	
DEUDORES	3	7	ACREEDORES	
TESORERIA	18			
		27	SALDO DEUDOR	
	100	100		

NUMERO DE EMPRESAS 1
ENDEUDAMIENTO 31%
PLAZO 100%
LIQUIDEZ 61%

EMPRESAS PRIVADAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	89	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	65		
EXISTENCIAS	35		
		11	DEUDA NETA
	100	100	

A		COMPOSICION DE LA DEUDA NETA		P
		29	REC. LARGO	
		7	REC. CORTO	
CLIENTES	78	28	PROVEEDORES	
DEUDORES	11	26	ACREEDORES	
TESORERIA	11			
		10	SALDO DEUDOR	
	100	100		

NUMERO DE EMPRESAS 50
ENDEUDAMIENTO 11%
PLAZO 30%
LIQUIDEZ 103%

SECTOR 23

EMPRESAS PUBLICAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	66	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	60		
EXISTENCIAS	40		
		34	DEUDA NETA
	100	100	

A		COMPOSICION DE LA DEUDA NETA		P
		31	REC. LARGO	
		21	REC. CORTO	
CLIENTES	88	18	PROVEEDORES	
DEUDORES	9	6	ACREEDORES	
TESORERIA	3			
		24	SALDO DEUDOR	
	100	100		

NUMERO DE EMPRESAS 2
ENDEUDAMIENTO 34%
PLAZO 13%
LIQUIDEZ 97%

EMPRESAS PRIVADAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	47	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	74		
EXISTENCIAS	26		
		53	DEUDA NETA
	100	100	

A		COMPOSICION DE LA DEUDA NETA		P
		31	REC. LARGO	
		11	REC. CORTO	
CLIENTES	81	18	PROVEEDORES	
DEUDORES	9	6	ACREEDORES	
TESORERIA	10			
		34	SALDO DEUDOR	
	100	100		

NUMERO DE EMPRESAS 16
ENDEUDAMIENTO 53%
PLAZO 66%
LIQUIDEZ 67%

SECTOR 24

EMPRESAS PUBLICAS				EMPRESAS PRIVADAS			
EQUILIBRIO FINANCIERO				EQUILIBRIO FINANCIERO			
A C T I V O		P A S I V O		A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	-21	PATRIMONIO NETO	CAPITAL ECONOMICO	100	70	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	55			INMOV. NETO	65		
EXISTENCIAS	45			EXISTENCIAS	35		
		121	DEUDA NETA			30	DEUDA NETA
	100	100			100	100	
A COMPOSICION DE LA DEUDA NETA P				A COMPOSICION DE LA DEUDA NETA P			
		16	REC. LARGO			27	REC. LARGO
		20	REC. CORTO			15	REC. CORTO
CLIENTES	63	14	PROVEEDORES	CLIENTES	74	20	PROVEEDORES
DEUDORES	19	11	ACREEDORES	DEUDORES	11	15	ACREEDORES
TESORERIA	18			TESORERIA	15		
		39	SALDO DEUDOR			23	SALDO DEUDOR
	100	100			100	100	
NUMERO DE EMPRESAS	14			NUMERO DE EMPRESAS	204		
ENDEUDAMIENTO	121%			ENDEUDAMIENTO	30%		
PLAZO	47%			PLAZO	33%		
LIQUIDEZ	164%			LIQUIDEZ	91%		

SECTOR 25

EMPRESAS PUBLICAS				EMPRESAS PRIVADAS			
EQUILIBRIO FINANCIERO				EQUILIBRIO FINANCIERO			
A C T I V O		P A S I V O		A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	.	.	PATRIMONIO NETO	CAPITAL ECONOMICO	100	38	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	.			INMOV. NETO	69		
EXISTENCIAS	.			EXISTENCIAS	31		
		.	DEUDA NETA			62	DEUDA NETA
	100	100			100	100	
A COMPOSICION DE LA DEUDA NETA P				A COMPOSICION DE LA DEUDA NETA P			
		.	REC. LARGO			23	REC. LARGO
		.	REC. CORTO			18	REC. CORTO
CLIENTES	.	.	PROVEEDORES	CLIENTES	75	22	PROVEEDORES
DEUDORES	.	.	ACREEDORES	DEUDORES	19	7	ACREEDORES
TESORERIA	.			TESORERIA	6		
		.	SALDO DEUDOR			30	SALDO DEUDOR
	100	100			100	100	
NUMERO DE EMPRESAS	0			NUMERO DE EMPRESAS	16		
ENDEUDAMIENTO	0%			ENDEUDAMIENTO	62%		
PLAZO	0%			PLAZO	39%		
LIQUIDEZ	0%			LIQUIDEZ	86%		

SECTOR 26

EMPRESAS PUBLICAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

EMPRESAS PRIVADAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	46	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	62		
EXISTENCIAS	36		
		54	DEUDA NETA
	100	100	

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	68	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	48		
EXISTENCIAS	52		
		32	DEUDA NETA
	100	100	

A		COMPOSICION DE LA DEUDA NETA		P
		17	REC. LARGO	
		33	REC. CORTO	
CLIENTES	65	14	PROVEEDORES	
DEUDORES	29	9	ACREEDORES	
TESORERIA	6			
		27	SALDO DEUDOR	
	100	100		

A		COMPOSICION DE LA DEUDA NETA		P
		33	REC. LARGO	
		10	REC. CORTO	
CLIENTES	81	21	PROVEEDORES	
DEUDORES	7	19	ACREEDORES	
TESORERIA	12			
		17	SALDO DEUDOR	
	100	100		

NUMERO DE EMPRESAS 7
ENDEUDAMIENTO 54%
PLAZO -22%
LIQUIDEZ 115%

NUMERO DE EMPRESAS 150
ENDEUDAMIENTO 32%
PLAZO 41%
LIQUIDEZ 108%

SECTOR 27

EMPRESAS PUBLICAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

EMPRESAS PRIVADAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	.	.	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	.		
EXISTENCIAS	.		
		.	DEUDA NETA
	100	100	

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	58	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	56		
EXISTENCIAS	44		
		42	DEUDA NETA
	100	100	

A		COMPOSICION DE LA DEUDA NETA		P
		.	REC. LARGO	
		.	REC. CORTO	
CLIENTES	.	.	PROVEEDORES	
DEUDORES	.	.	ACREEDORES	
TESORERIA	.			
		.	SALDO DEUDOR	
	100	100		

A		COMPOSICION DE LA DEUDA NETA		P
		32	REC. LARGO	
		14	REC. CORTO	
CLIENTES	82	16	PROVEEDORES	
DEUDORES	8	15	ACREEDORES	
TESORERIA	10			
		23	SALDO DEUDOR	
	100	100		

NUMERO DE EMPRESAS 0
ENDEUDAMIENTO .%
PLAZO .%
LIQUIDEZ .%

NUMERO DE EMPRESAS 72
ENDEUDAMIENTO 42%
PLAZO 37%
LIQUIDEZ 120%

SECTOR 28

EMPRESAS PUBLICAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	40	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	43		
EXISTENCIAS	57		
		60	DEUDA NETA
	100	100	

A COMPOSICION DE LA DEUDA NETA P

		27	REC. LARGO
		14	REC. CORTO
CLIENTES	86	23	PROVEEDORES
DEUDORES	6	8	ACREEDORES
TESORERIA	8		
		28	SALDO DEUDOR
	100	100	

NUMERO DE EMPRESAS 4
ENDEUDAMIENTO 60%
PLAZO 49%
LIQUIDEZ 79%

EMPRESAS PRIVADAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	53	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	48		
EXISTENCIAS	52		
		47	DEUDA NETA
	100	100	

A COMPOSICION DE LA DEUDA NETA P

		34	REC. LARGO
		11	REC. CORTO
CLIENTES	88	17	PROVEEDORES
DEUDORES	6	14	ACREEDORES
TESORERIA	6		
		24	SALDO DEUDOR
	100	100	

NUMERO DE EMPRESAS 33
ENDEUDAMIENTO 47%
PLAZO 52%
LIQUIDEZ 85%

SECTOR 29

EMPRESAS PUBLICAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	-5	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	82		
EXISTENCIAS	18		
		105	DEUDA NETA
	100	100	

A COMPOSICION DE LA DEUDA NETA P

		20	REC. LARGO
		24	REC. CORTO
CLIENTES	87	11	PROVEEDORES
DEUDORES	7	4	ACREEDORES
TESORERIA	6		
		41	SALDO DEUDOR
	100	100	

NUMERO DE EMPRESAS 5
ENDEUDAMIENTO 105%
PLAZO 41%
LIQUIDEZ 55%

EMPRESAS PRIVADAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	54	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	65		
EXISTENCIAS	35		
		46	DEUDA NETA
	100	100	

A COMPOSICION DE LA DEUDA NETA P

		32	REC. LARGO
		7	REC. CORTO
CLIENTES	77	28	PROVEEDORES
DEUDORES	5	9	ACREEDORES
TESORERIA	18		
		24	SALDO DEUDOR
	100	100	

NUMERO DE EMPRESAS 9
ENDEUDAMIENTO 46%
PLAZO 71%
LIQUIDEZ 70%

SECTOR 30

EMPRESAS PUBLICAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O			P A S I V O
CAPITAL ECONOMICO	100	-26	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	53		
EXISTENCIAS	47		
		126	DEUDA NETA
	100	100	

A COMPOSICION DE LA DEUDA NETA P

		11	REC. LARGO
		30	REC. CORTO
CLIENTES	81	7	PROVEEDORES
DEUDORES	5	11	ACREEDORES
TESORERIA	14		
		41	SALDO DEUDOR
	100	100	

NUMERO DE EMPRESAS 2
ENDEUDAMIENTO 126%
PLAZO 27%
LIQUIDEZ 61%

EMPRESAS PRIVADAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O			P A S I V O
CAPITAL ECONOMICO	100	79	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	67		
EXISTENCIAS	33		
		21	DEUDA NETA
	100	100	

A COMPOSICION DE LA DEUDA NETA P

		31	REC. LARGO
		9	REC. CORTO
CLIENTES	80	25	PROVEEDORES
DEUDORES	6	18	ACREEDORES
TESORERIA	14		
		17	SALDO DEUDOR
	100	100	

NUMERO DE EMPRESAS 63
ENDEUDAMIENTO 21%
PLAZO 48%
LIQUIDEZ 91%

SECTOR 31

EMPRESAS PUBLICAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O			P A S I V O
CAPITAL ECONOMICO	100	-28	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	39		
EXISTENCIAS	61		
		128	DEUDA NETA
	100	100	

A COMPOSICION DE LA DEUDA NETA P

		7	REC. LARGO
		20	REC. CORTO
CLIENTES	66	13	PROVEEDORES
DEUDORES	26	21	ACREEDORES
TESORERIA	8		
		39	SALDO DEUDOR
	100	100	

NUMERO DE EMPRESAS 11
ENDEUDAMIENTO 128%
PLAZO 49%
LIQUIDEZ 62%

EMPRESAS PRIVADAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O			P A S I V O
CAPITAL ECONOMICO	100	23	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	36		
EXISTENCIAS	64		
		77	DEUDA NETA
	100	100	

A COMPOSICION DE LA DEUDA NETA P

		4	REC. LARGO
		21	REC. CORTO
CLIENTES	17	12	PROVEEDORES
DEUDORES	73	28	ACREEDORES
TESORERIA	10		
		35	SALDO DEUDOR
	100	100	

NUMERO DE EMPRESAS 13
ENDEUDAMIENTO 77%
PLAZO 40%
LIQUIDEZ 72%

SECTOR 32

EMPRESAS PUBLICAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O			P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	21	PATRIMONIO NETO	
INMOV. NETO	35			
EXISTENCIAS	65			
		79	DEUDA NETA	
	100	100		

A COMPOSICION DE LA DEUDA NETA P			
		23	REC. LARGO
		23	REC. CORTO
CLIENTES	72	4	PROVEEDORES
DEUDORES	26	15	ACREEDORES
TESORERIA	2		
		35	SALDO DEUDOR
	100	100	

NUMERO DE EMPRESAS 4
ENDEUDAMIENTO 79%
PLAZO 35%
LIQUIDEZ 90%

EMPRESAS PRIVADAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O			P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	87	PATRIMONIO NETO	
INMOV. NETO	58			
EXISTENCIAS	42			
		13	DEUDA NETA	
	100	100		

A COMPOSICION DE LA DEUDA NETA P			
		44	REC. LARGO
		13	REC. CORTO
CLIENTES	93	16	PROVEEDORES
DEUDORES	2	22	ACREEDORES
TESORERIA	5		
		5	SALDO DEUDOR
	100	100	

NUMERO DE EMPRESAS 19
ENDEUDAMIENTO 13%
PLAZO -150%
LIQUIDEZ 109%

SECTOR 33

EMPRESAS PUBLICAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O			P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	24	PATRIMONIO NETO	
INMOV. NETO	53			
EXISTENCIAS	47			
		76	DEUDA NETA	
	100	100		

A COMPOSICION DE LA DEUDA NETA P			
		30	REC. LARGO
		20	REC. CORTO
CLIENTES	91	7	PROVEEDORES
DEUDORES	4	7	ACREEDORES
TESORERIA	5		
		36	SALDO DEUDOR
	100	100	

NUMERO DE EMPRESAS 1
ENDEUDAMIENTO 76%
PLAZO 44%
LIQUIDEZ 64%

EMPRESAS PRIVADAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O			P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	96	PATRIMONIO NETO	
INMOV. NETO	45			
EXISTENCIAS	55			
		4	DEUDA NETA	
	100	100		

A COMPOSICION DE LA DEUDA NETA P			
		41	REC. LARGO
		4	REC. CORTO
CLIENTES	79	30	PROVEEDORES
DEUDORES	8	22	ACREEDORES
TESORERIA	13		
		3	SALDO DEUDOR
	100	100	

NUMERO DE EMPRESAS 18
ENDEUDAMIENTO 4%
PLAZO -1%
LIQUIDEZ 148%

SECTOR 34

EMPRESAS PUBLICAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	.	PATRIMONIO NETO	.
INMOV. NETO	.		
EXISTENCIAS	.		
		DEUDA NETA	
100	100		

A		COMPOSICION DE LA DEUDA NETA		P
		REC. LARGO		
		REC. CORTO		
CLIENTES	.	PROVEEDORES		
DEUDORES	.	ACREEDORES		
TESORERIA	.			
		SALDO DEUDOR		
100	100			

NUMERO DE EMPRESAS 0
ENDEUDAMIENTO .%
PLAZO .%
LIQUIDEZ .%

EMPRESAS PRIVADAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	49	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	56		
EXISTENCIAS	44		
		51	DEUDA NETA
100	100		

A		COMPOSICION DE LA DEUDA NETA		P
		28	REC. LARGO	
		14	REC. CORTO	
CLIENTES	86	23	PROVEEDORES	
DEUDORES	7	11	ACREEDORES	
TESORERIA	7			
		24	SALDO DEUDOR	
100	100			

NUMERO DE EMPRESAS 16
ENDEUDAMIENTO 51%
PLAZO 42%
LIQUIDEZ 108%

SECTOR 35

EMPRESAS PUBLICAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	88	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	95		
EXISTENCIAS	5		
		12	DEUDA NETA
100	100		

A		COMPOSICION DE LA DEUDA NETA		P
		4	REC. LARGO	
		43	REC. CORTO	
CLIENTES	67	6	PROVEEDORES	
DEUDORES	14	12	ACREEDORES	
TESORERIA	19			
		35	SALDO DEUDOR	
100	100			

NUMERO DE EMPRESAS 2
ENDEUDAMIENTO 12%
PLAZO -24%
LIQUIDEZ 161%

EMPRESAS PRIVADAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	88	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	61		
EXISTENCIAS	39		
		12	DEUDA NETA
100	100		

A		COMPOSICION DE LA DEUDA NETA		P
		22	REC. LARGO	
		10	REC. CORTO	
CLIENTES	76	39	PROVEEDORES	
DEUDORES	6	17	ACREEDORES	
TESORERIA	18			
		12	SALDO DEUDOR	
100	100			

NUMERO DE EMPRESAS 30
ENDEUDAMIENTO 12%
PLAZO 16%
LIQUIDEZ 95%

SECTOR 36

EMPRESAS PUBLICAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	-10	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	78		
EXISTENCIAS	22		
		110	DEUDA NETA
	100	100	

A		COMPOSICION DE LA DEUDA NETA		P
		22	REC. LARGO	
		14	REC. CORTO	
CLIENTES	71	21	PROVEEDORES	
DEUDORES	18	6	ACREEDORES	
TESORERIA	11			
		37	SALDO DEUDOR	
	100	100		

NUMERO DE EMPRESAS
ENDEUDAMIENTO
PLAZO
LIQUIDEZ

8
110%
62%
60%

EMPRESAS PRIVADAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	72	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	79		
EXISTENCIAS	21		
		28	DEUDA NETA
	100	100	

A		COMPOSICION DE LA DEUDA NETA		P
		12	REC. LARGO	
		17	REC. CORTO	
CLIENTES	58	26	PROVEEDORES	
DEUDORES	12	16	ACREEDORES	
TESORERIA	30			
		29	SALDO DEUDOR	
	100	100		

NUMERO DE EMPRESAS
ENDEUDAMIENTO
PLAZO
LIQUIDEZ

32
28%
39%
126%

SECTOR 37

EMPRESAS PUBLICAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	-28	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	50		
EXISTENCIAS	50		
		128	DEUDA NETA
	100	100	

A		COMPOSICION DE LA DEUDA NETA		P
		45	REC. LARGO	
		7	REC. CORTO	
CLIENTES	32	3	PROVEEDORES	
DEUDORES	33	4	ACREEDORES	
TESORERIA	35			
		41	SALDO DEUDOR	
	100	100		

NUMERO DE EMPRESAS
ENDEUDAMIENTO
PLAZO
LIQUIDEZ

2
128%
81%
34%

EMPRESAS PRIVADAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	49	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	43		
EXISTENCIAS	57		
		51	DEUDA NETA
	100	100	

A		COMPOSICION DE LA DEUDA NETA		P
		40	REC. LARGO	
		3	REC. CORTO	
CLIENTES	68	15	PROVEEDORES	
DEUDORES	14	7	ACREEDORES	
TESORERIA	18			
		35	SALDO DEUDOR	
	100	100		

NUMERO DE EMPRESAS
ENDEUDAMIENTO
PLAZO
LIQUIDEZ

18
51%
90%
194%

SECTOR 38

EMPRESAS PUBLICAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O			P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	-61	PATRIMONIO NETO	
INMOV. NETO	61			
EXISTENCIAS	39			
		161	DEUDA NETA	
	100	100		

A COMPOSICION DE LA DEUDA NETA P			
		15	REC. LARGO
		30	REC. CORTO
CLIENTES	73	7	PROVEEDORES
DEUDORES	17	7	ACREEDORES
TESORERIA	10		
		41	SALDO DEUDOR
	100	100	

NUMERO DE EMPRESAS 4
ENDEUDAMIENTO 161%
PLAZO 27%
LIQUIDEZ 74%

EMPRESAS PRIVADAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O			P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	69	PATRIMONIO NETO	
INMOV. NETO	54			
EXISTENCIAS	46			
		31	DEUDA NETA	
	100	100		

A COMPOSICION DE LA DEUDA NETA P			
		29	REC. LARGO
		9	REC. CORTO
CLIENTES	77	21	PROVEEDORES
DEUDORES	17	13	ACREEDORES
TESORERIA	6		
		28	SALDO DEUDOR
	100	100	

NUMERO DE EMPRESAS 34
ENDEUDAMIENTO 31%
PLAZO 67%
LIQUIDEZ 93%

SECTOR 39

EMPRESAS PUBLICAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O			P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	10	PATRIMONIO NETO	
INMOV. NETO	20			
EXISTENCIAS	80			
		90	DEUDA NETA	
	100	100		

A COMPOSICION DE LA DEUDA NETA P			
		19	REC. LARGO
		4	REC. CORTO
CLIENTES	70	16	PROVEEDORES
DEUDORES	18	16	ACREEDORES
TESORERIA	12		
		45	SALDO DEUDOR
	100	100	

NUMERO DE EMPRESAS 8
ENDEUDAMIENTO 90%
PLAZO 91%
LIQUIDEZ 25%

EMPRESAS PRIVADAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O			P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	71	PATRIMONIO NETO	
INMOV. NETO	67			
EXISTENCIAS	33			
		29	DEUDA NETA	
	100	100		

A COMPOSICION DE LA DEUDA NETA P			
		30	REC. LARGO
		9	REC. CORTO
CLIENTES	63	17	PROVEEDORES
DEUDORES	19	16	ACREEDORES
TESORERIA	18		
		28	SALDO DEUDOR
	100	100	

NUMERO DE EMPRESAS 234
ENDEUDAMIENTO 29%
PLAZO 66%
LIQUIDEZ 83%

SECTOR 40

EMPRESAS PUBLICAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O			P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	6	PATRIMONIO NETO	
INMOV. NETO	65			
EXISTENCIAS	35			
		94	DEUDA NETA	
	100	100		

A COMPOSICION DE LA DEUDA NETA P

		19	REC. LARGO	
		14	REC. CORTO	
CLIENTES	58	9	PROVEEDORES	
DEUDORES	12	17	ACREEDORES	
TESORERIA	30			
		41	SALDO DEUDOR	
	100	100		

NUMERO DE EMPRESAS 3
ENDEUDAMIENTO 94%
PLAZO 65%
LIQUIDEZ 47%

EMPRESAS PRIVADAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O			P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	64	PATRIMONIO NETO	
INMOV. NETO	66			
EXISTENCIAS	34			
		36	DEUDA NETA	
	100	100		

A COMPOSICION DE LA DEUDA NETA P

		30	REC. LARGO	
		14	REC. CORTO	
CLIENTES	81	19	PROVEEDORES	
DEUDORES	5	10	ACREEDORES	
TESORERIA	14			
		27	SALDO DEUDOR	
	100	100		

NUMERO DE EMPRESAS 170
ENDEUDAMIENTO 36%
PLAZO 46%
LIQUIDEZ 90%

SECTOR 41

EMPRESAS PUBLICAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O			P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	67	PATRIMONIO NETO	
INMOV. NETO	45			
EXISTENCIAS	55			
		33	DEUDA NETA	
	100	100		

A COMPOSICION DE LA DEUDA NETA P

		24	REC. LARGO	
		13	REC. CORTO	
CLIENTES	82	15	PROVEEDORES	
DEUDORES	16	20	ACREEDORES	
TESORERIA	2			
		28	SALDO DEUDOR	
	100	100		

NUMERO DE EMPRESAS 1
ENDEUDAMIENTO 33%
PLAZO 52%
LIQUIDEZ 74%

EMPRESAS PRIVADAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O			P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	62	PATRIMONIO NETO	
INMOV. NETO	34			
EXISTENCIAS	66			
		38	DEUDA NETA	
	100	100		

A COMPOSICION DE LA DEUDA NETA P

		35	REC. LARGO	
		6	REC. CORTO	
CLIENTES	73	27	PROVEEDORES	
DEUDORES	9	12	ACREEDORES	
TESORERIA	18			
		20	SALDO DEUDOR	
	100	100		

NUMERO DE EMPRESAS 84
ENDEUDAMIENTO 38%
PLAZO 66%
LIQUIDEZ 76%

SECTOR 42

EMPRESAS PUBLICAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	19	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	65		
EXISTENCIAS	35		
		81	DEUDA NETA
	100	100	

A COMPOSICION DE LA DEUDA NETA P

		12	REC. LARGO
		20	REC. CORTO
CLIENTES	55	5	PROVEEDORES
DEUDORES	27	17	ACREEDORES
TESORERIA	18		
		46	SALDO DEUDOR
	100	100	

NUMERO DE EMPRESAS 1
ENDEUDAMIENTO 81%
PLAZO 56%
LIQUIDEZ 21%

EMPRESAS PRIVADAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	72	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	59		
EXISTENCIAS	41		
		28	DEUDA NETA
	100	100	

A COMPOSICION DE LA DEUDA NETA P

		30	REC. LARGO
		7	REC. CORTO
CLIENTES	76	24	PROVEEDORES
DEUDORES	10	16	ACREEDORES
TESORERIA	14		
		23	SALDO DEUDOR
	100	100	

NUMERO DE EMPRESAS 74
ENDEUDAMIENTO 28%
PLAZO 69%
LIQUIDEZ 82%

SECTOR 43

EMPRESAS PUBLICAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	47	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	39		
EXISTENCIAS	61		
		53	DEUDA NETA
	100	100	

A COMPOSICION DE LA DEUDA NETA P

		19	REC. LARGO
		1	REC. CORTO
CLIENTES	61	35	PROVEEDORES
DEUDORES	0	12	ACREEDORES
TESORERIA	39		
		33	SALDO DEUDOR
	100	100	

NUMERO DE EMPRESAS 1
ENDEUDAMIENTO 53%
PLAZO 96%
LIQUIDEZ 51%

EMPRESAS PRIVADAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	75	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	67		
EXISTENCIAS	33		
		25	DEUDA NETA
	100	100	

A COMPOSICION DE LA DEUDA NETA P

		28	REC. LARGO
		13	REC. CORTO
CLIENTES	79	21	PROVEEDORES
DEUDORES	10	14	ACREEDORES
TESORERIA	11		
		24	SALDO DEUDOR
	100	100	

NUMERO DE EMPRESAS 71
ENDEUDAMIENTO 25%
PLAZO 44%
LIQUIDEZ 81%

SECTOR 44

EMPRESAS PUBLICAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	33	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	82		
EXISTENCIAS	18		
		67	DEUDA NETA
	100	100	

A		COMPOSICION DE LA DEUDA NETA		P
		15	REC. LARGO	
		25	REC. CORTO	
CLIENTES	75	16	PROVEEDORES	
DEUDORES	22	7	ACREEDORES	
TESORERIA	3			
		37	SALDO DEUDOR	
	100	100		

NUMERO DE EMPRESAS 4
ENDEUDAMIENTO 67%
PLAZO 34%
LIQUIDEZ 65%

EMPRESAS PRIVADAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	57	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	79		
EXISTENCIAS	21		
		43	DEUDA NETA
	100	100	

A		COMPOSICION DE LA DEUDA NETA		P
		22	REC. LARGO	
		21	REC. CORTO	
CLIENTES	83	18	PROVEEDORES	
DEUDORES	7	7	ACREEDORES	
TESORERIA	10			
		32	SALDO DEUDOR	
	100	100		

NUMERO DE EMPRESAS 63
ENDEUDAMIENTO 43%
PLAZO 33%
LIQUIDEZ 81%

SECTOR 45

EMPRESAS PUBLICAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	82	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	40		
EXISTENCIAS	60		
		18	DEUDA NETA
	100	100	

A		COMPOSICION DE LA DEUDA NETA		P
		0	REC. LARGO	
		3	REC. CORTO	
CLIENTES	76	19	PROVEEDORES	
DEUDORES	1	66	ACREEDORES	
TESORERIA	23			
		12	SALDO DEUDOR	
	100	100		

NUMERO DE EMPRESAS 3
ENDEUDAMIENTO 18%
PLAZO 74%
LIQUIDEZ 299%

EMPRESAS PRIVADAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	85	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	62		
EXISTENCIAS	38		
		15	DEUDA NETA
	100	100	

A		COMPOSICION DE LA DEUDA NETA		P
		24	REC. LARGO	
		16	REC. CORTO	
CLIENTES	72	31	PROVEEDORES	
DEUDORES	13	18	ACREEDORES	
TESORERIA	15			
		11	SALDO DEUDOR	
	100	100		

NUMERO DE EMPRESAS 92
ENDEUDAMIENTO 15%
PLAZO -47%
LIQUIDEZ 109%

SECTOR 46

EMPRESAS PUBLICAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	25	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	80		
EXISTENCIAS	20		
		75	DEUDA NETA
	100	100	

A		COMPOSICION DE LA DEUDA NETA		P
		32	REC. LARGO	
		10	REC. CORTO	
CLIENTES	88	21	PROVEEDORES	
DEUDORES	2	12	ACREEDORES	
TESORERIA	10			
		25	SALDO DEUDOR	
	100	100		

NUMERO DE EMPRESAS 2
ENDEUDAMIENTO 75%
PLAZO 60%
LIQUIDEZ 75%

EMPRESAS PRIVADAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	79	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	68		
EXISTENCIAS	32		
		21	DEUDA NETA
	100	100	

A		COMPOSICION DE LA DEUDA NETA		P
		39	REC. LARGO	
		10	REC. CORTO	
CLIENTES	84	17	PROVEEDORES	
DEUDORES	5	18	ACREEDORES	
TESORERIA	11			
		16	SALDO DEUDOR	
	100	100		

NUMERO DE EMPRESAS 87
ENDEUDAMIENTO 21%
PLAZO 33%
LIQUIDEZ 93%

SECTOR 47

EMPRESAS PUBLICAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	-18	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	69		
EXISTENCIAS	31		
		118	DEUDA NETA
	100	100	

A		COMPOSICION DE LA DEUDA NETA		P
		36	REC. LARGO	
		12	REC. CORTO	
CLIENTES	77	5	PROVEEDORES	
DEUDORES	4	3	ACREEDORES	
TESORERIA	19			
		44	SALDO DEUDOR	
	100	100		

NUMERO DE EMPRESAS 1
ENDEUDAMIENTO 118%
PLAZO 73%
LIQUIDEZ 25%

EMPRESAS PRIVADAS
EQUILIBRIO FINANCIERO

A C T I V O		P A S I V O	
CAPITAL ECONOMICO	100	96	PATRIMONIO NETO
INMOV. NETO	50		
EXISTENCIAS	50		
		4	DEUDA NETA
	100	100	

A		COMPOSICION DE LA DEUDA NETA		P
		40	REC. LARGO	
		9	REC. CORTO	
CLIENTES	74	28	PROVEEDORES	
DEUDORES	8	20	ACREEDORES	
TESORERIA	18			
		3	SALDO DEUDOR	
	100	100		

NUMERO DE EMPRESAS 38
ENDEUDAMIENTO 4%
PLAZO -135%
LIQUIDEZ 123%