

CONDICIONANTES FINANCIEROS A LA COMPETITIVIDAD DE LA EMPRESA ESPAÑOLA

Del Académico Numerario

EXCMO. SR. DR. D. RAFAEL TERMES CARRERÓ

Pienso que el título de esta aportación requiere alguna aclaración y ciertas matizaciones. En primer lugar, parece conveniente intentar definir el contenido de la propia palabra *competitividad*. Todos sabemos que, en un sistema de economía de mercado, tanto la expansión del volumen de negocio — ganancia de cuota de mercado— como la mejora de los resultados —beneficios— como, en el límite, la supervivencia de una empresa, dependen de que ésta sea más eficiente que sus competidores; que la empresa sea capaz de vencer, y acabe venciendo, o por lo menos ocupando un lugar honroso, sin ser descalificada, en la lucha con todos los que, como en un juego olímpico, compiten para alcanzar el premio; ya que en esto consiste, en gran parte, la esencia del libre mercado.

Tratándose de una empresa que produzca un determinado artículo, podrá decirse que la empresa es competitiva si logra producirlo a un coste inferior al precio de mercado. Si no lo logra, la empresa no es competitiva —lo cual en este caso es sinónimo de eficiente— y la empresa desaparecerá salvo que se reconvierta a la fabricación de otro u otros artículos que el mercado acepte comprar a precio superior al de su coste de producción.

En una economía autárquica —imposible ya de imaginar en los tiempos presentes— la competencia tiene lugar sólo entre las empresas nacionales, con lo cual, éstas, faltas del estímulo o del acicate de la competencia exterior, acaban anquilosándose. Este deterioro de la capacidad de mejora es, al lado de los perniciosos efectos para la expansión del comercio mundial, lo que aconseja el destierro de todas las medidas proteccionistas que, a veces, los empresarios, a pesar de proclamarse partidarios de la economía de mercado, reclaman, movidos por planteamientos miopes, es decir, de corto alcance.

Hablando de la empresa española, en sentido sinérgico, es decir, refiriéndose al conjunto de las empresas españolas, habrá que entender que se trata de la eficiencia de estas empresas frente a la competencia de las empresas extranjeras. En este caso, si determinados sectores de la empresa española no fueran capaces de resistir la competencia de otros países, lo que de hecho ocurrió en sectores tradicionales como el acero o la construcción naval, la estrategia ha de consistir o bien en intentar ser competitivos en los mismos productos, ajustando el coste de producción al del mercado dominado por la competencia, mediante un proceso de reestructuración, cosa nada fácil como lo prueba la experiencia, o bien en desplazar la actividad hacia otros sectores en los que seamos capaces de competir con éxito.

Lo que pretendo analizar y, en su caso debatir, es precisamente esta *competitividad internacional* de la economía española, definida por el éxito alcanzado por el conjunto de sus productos en competencia con los productos de los suministradores extranjeros, tanto en el mercado interior como en el de exportación. Una cuota de mercado creciente será un signo indicador del reforzamiento de la *competitividad* así definida, mientras que una cuota de mercado decreciente indicará el declinar de la habilidad para competir. Así pues, mi aportación vendrá presidida o dominada por esta definición de la *competitividad internacional* a la que acabo de referirme.

Afortunadamente para nosotros, España, con su adhesión al Mercado Común, ha dado un paso decisivo en el proceso de apertura al mundo exterior que desde hace varios decenios, con avances y retrocesos, se venía fraguando.

Los efectos de la entrada de España en la Comunidad Europea

Nuestra entrada en la Comunidad Europea ha sido, en mi opinión, altamente positiva, no sólo en sí misma, sino también por el atractivo hacia nuestra economía que el propio hecho ha despertado en todo el mundo. Por otra parte, la entrada de España en el Mercado Común significa que las autoridades españolas, al igual que las del resto de los países comunitarios, se ven obligadas, en materia económica, a aplicar políticas contenidas en directivas adoptadas de forma coordinada y, en general, inspiradas en los principios de la libre competencia, lo que normalmente implica un freno a la

arbitrariedad política y entraña, por lo tanto, mayor garantía para el inversor, nacional o extranjero, sea o no empresario.

Todo ello ha redundado en una mejora de nuestras expectativas de crecimiento, tanto por el ensanchamiento territorial del mercado accesible, como por el fuerte crecimiento de la inversión extranjera en España, inversión que, a pesar de los transitorios problemas de política monetaria que puede haber provocado, ha de contribuir notablemente a la financiación del capital productivo de la economía, dotándole de mayor capacidad de exportación en el futuro.

Pero, al lado de los efectos positivos señalados, el ingreso en el Mercado Común, con el enorme incremento que han experimentado las importaciones comunitarias —más del 40 por ciento en lo que va de año—, ha puesto de manifiesto, y de forma bastante dramática, las fuertes presiones competitivas a las que se van a ver sometidas las empresas españolas. El crecimiento experimentado por las importaciones muestra hasta qué punto son competitivos en precios, diseño, o calidad de su red comercial, ciertos productores europeos que van a moverse, sin ningún tipo de trabas, en nuestro mercado. Este hecho adquiere todavía mayor magnitud si se contempla en el horizonte que se dibuja a partir de 1993, cuando sea un hecho, como todos deseamos que lo sea, el mercado único comunitario proyectado para 1992.

Resulta pues evidente que la gran preocupación de la empresa española, en estos momentos, debe ser la competitividad internacional, es decir, mantenerse en una estructura de costes que le permita vender sus productos y obtener beneficios, en unas condiciones que le vienen dadas por el mercado ampliado con la presencia de suministradores extranjeros, y que son, a su vez, fruto de la competencia existente en este mercado.

La demanda y el precio

La demanda de un producto está determinada por una serie de criterios, los cuales pueden, en cierta medida, compensarse mutuamente. Cabe, por ejemplo, lograr un resultado favorable en las ventas, a pesar de ofertar a un precio comparativamente alto, si la calidad del producto es altamente estimada. Entre otros factores, distintos del precio, pueden señalarse: el diseño, el prestigio, la prontitud y regularidad en las entregas, las garantías de calidad, el servicio post-venta y los plazos de cobro. No obstante, el precio es, sin duda alguna, uno de los mayores factores de la *competitividad*.

A pesar de que el precio de un producto, en un mercado libre, viene determinado, como ya he dicho y todos sabemos, por la demanda y la oferta del mismo, a largo plazo, este precio tiende a estar estrechamente vinculado a los *costes prevalecientes*, que serán los de los productos más eficientes, porque la competencia existente entre numerosos suministradores sólo permite, por lo general, un relativamente pequeño margen de beneficio, y porque las ventas por debajo del *coste experimentado* no pueden durar largo tiempo.

La función de producción

De aquí que para simplificar las cosas, supondré inicialmente que la empresa produce con una tecnología que le viene dada (por ejemplo, por ser la mejor existente en el mercado) y que los dos factores de producción —y, por tanto, de coste— son el capital (los bienes físicos utilizados en el proceso productivo) y el trabajo. Esta simplificación, obviamente muy burda, me permite concentrarme, sin embargo, en lo que habitualmente constituyen los elementos de coste cuantitativamente más importantes. Teniendo en cuenta, por otra parte, el sentido práctico que quisiera dar al inciso *condicionantes financieros* con que comienza el título de mi aportación, me centraré en el coste del capital financiero, es decir, de los recursos financieros que la empresa utiliza para sostener el capital físico —sea inmovilizado, sean existencias, sean otros elementos— que constituye su activo.

El coste de capital

Pero antes de entrar en el análisis de los factores que influyen en el coste del capital, así definido, pienso que será oportuno recordar o precisar algunos conceptos. Ante todo conviene señalar que la palabra capital se usa aquí en sentido amplio y comprende, por consiguiente, toda clase de recursos financieros, tanto los capitales de deuda, préstamos o recursos de terceros, como los capitales de riesgo, es decir, los que desde el interior de la empresa se llaman recursos propios, compuestos por el capital, en términos jurídicos, y las reservas. Con esto ya queda dicho que todo capital, sea de deuda o de terceros, sea de riesgo o propio, tiene un coste. Evidentemente, el coste del conjunto de los capitales que constituye la financiación de la empresa será la resultante del coste de cada una de las distintas fuentes específicas de recursos, ponderado por la proporción que cada una de ellas

tiene en la capitalización total. Y este coste, a cuya determinación haremos a continuación referencia, tiene su incidencia en la competitividad de la empresa.

Esto sentado, hay que añadir que el coste de capital, específico para cada empresa y para cada momento, es resultado de la rentabilidad que, para cada clase de recursos, le exige el mercado, habida cuenta del interés básico, es decir, del que existiría sin inflación y sin riesgo; de las expectativas inflacionistas; del riesgo implícito en el sector y en la empresa en particular; y de la rentabilidad alternativa prometida por otras inversiones de similar plazo y riesgo.

El conocimiento de este coste de capital, tal vez no en forma de un porcentaje preciso, pero sí como acotación de una zona de coste, es totalmente indispensable para las políticas de la empresa ya que, visto desde esta óptica, el coste de capital indica la rentabilidad mínima que la empresa debe obtener de la inversión de los recursos captados o retenidos para que, habida cuenta de todos los gastos e impuestos inherentes a la instrumentación de cada una de las fuentes de financiación utilizadas, llegue a los suministradores de los recursos la remuneración pactada con ellos, o por ellos esperada, y en méritos al cual contrato o a la cual expectativa los recursos han sido facilitados. Esta definición de naturaleza no contable ni fiscal, sino financiera, permite asimilar el coste debido a los prestamistas con la rentabilidad esperada por los inversores a riesgo. Y permite, además y sobre todo, darse cuenta de que el coste para la empresa de la fuente de financiación es, ni más ni menos, que la otra cara de la medalla de la rentabilidad percibida por los financiadores, siendo el grosor de la medalla la diferencia debida a los gastos e impuestos inherentes a la instrumentación de la financiación. Y la consecuencia inmediata de todo ello es que si la empresa no llega a obtener de sus activos una rentabilidad igual al coste del capital, se está cegando, de cara al futuro, las fuentes de financiación. Evidentemente, si logra una rentabilidad superior a la que le exige el mercado, no por ello habrá aumentado su coste de capital, ya que éste, *ceteris paribus*, habrá permanecido invariable; por lo tanto, lo que verosímilmente sucederá es que tendrá lugar una apreciación en el mercado del valor del patrimonio de la empresa.

El cálculo del coste de capital

De todo lo dicho se deduce que investigar cuál sea, en cada momento, la zona en la que se mueve su coste de capital es tarea ineludible de la dirección financiera de la empresa.

Lograrlo es relativamente fácil para los capitales de deuda ya que depende de las condiciones del contrato de préstamo, o del prospecto de emisión, sin olvidar, naturalmente, la repercusión, a lo largo de la vida de la deuda, de todos los gastos e impuestos a cargo del emisor.

En cambio, es más difícil averiguar cuál sea el coste del capital de riesgo, es decir, de los fondos propios ya que no existe contrato por parte de la empresa sino simplemente expectativas por parte del inversor, el cual basándose en estas expectativas y en la rentabilidad que quiere obtener, asigna al título un precio; una cotización, si el título está en Bolsa. Hablando en términos no de inversores individuales, cuyos resultados dependen de la oportunidad de entrada y salida, sino del conjunto del mercado en el que un inversor es sustituido por otro, es matemáticamente cierto que la rentabilidad obtenida por el mercado es igual al tipo de interés que iguala el valor de mercado del título, en cada momento, con los valores actuales, descontados a este tipo de interés, de los dividendos percibidos a partir de dicho momento y por un período ilimitado o, en la práctica, a lo largo de un período suficientemente dilatado. Suponiendo que el dividendo —ajustado, en su caso, a las ampliaciones de capital— crezca a medio plazo al equivalente de una tasa anual constante, la mejor aproximación al coste del capital de riesgo viene dada por la suma de la rentabilidad en dividendo, sobre la cotización de la acción, más el crecimiento del dividendo ajustado por acción. De estos dos sumandos, el primero corresponde a la rentabilidad inmediata y el segundo a la plusvalía futura. Es evidente, que dentro de la rentabilidad exigida, cuanto más corto haya sido el crecimiento del dividendo, en el que, *ceteris paribus*, se basa la plusvalía, tanto mayor será la rentabilidad en dividendo. Aunque el sentido común, hasta cierto punto confirmado por la experiencia, dice que el intercambio entre rentabilidad presente y plusvalía futura no tendrá lugar a la par. Cualquier inversor prudente sólo debería estar dispuesto a renunciar a un punto, digamos, de rentabilidad en dividendo contra más de un punto de plusvalía.

Tomando la experiencia del pasado como indicador del futuro, la técnica esbozada puede servir para que cada empresa estime, en forma suficientemente satisfactoria, la zona en la que discurre su coste de capital de riesgo, a ponderar con el coste, más fácil y concretamente calculable, de su capital de deuda, a fin de obtener su *coste de capital*.

En resumen, el mercado, habida cuenta de una serie de circunstancias, exige a cada empresa una determinada rentabilidad, para cada una de las fuentes de recursos que la empresa se propone utilizar; esta rentabilidad, afectada

del peso de cada una de las fuentes a utilizar y aumentada de los gastos e impuestos a cargo de la empresa, se convierte en el *coste de capital* que, a su vez, ha de servir de criterio para el análisis de los proyectos de inversión, al objeto de aceptar tan solo aquéllos que ofrezcan rentabilidades iguales o superiores al coste del capital.

Los factores que afectan al coste de capital

Y ¿cuáles son los factores que afectan al coste de capital? ¿Cuáles son, dicho de otra manera, las causas por las cuales el coste de capital será más alto o más bajo? Si logramos detectarlas habremos dado un gran paso para responder a la pregunta que se me ha formulado sobre los condicionantes financieros a la competitividad de la empresa española.

Para proceder con un cierto orden, me parece que conviene distinguir entre factores externos a la empresa y factores internos a la empresa.

Los factores externos a la empresa

Entre los primeros, señalaría esencialmente dos: *la escasez o abundancia de capital* y *la buena o mala organización del mercado* de capitales.

En cuanto a la *cantidad de capitales disponibles* —precisando que, como he dicho antes, se trata de capital en sentido amplio, es decir, tanto de fondos prestables como de fondos de inversión a riesgo— hay que aceptar que España, en el contexto de la O.C.D.E. es un país relativamente pobre en capitales. Es cierto que los españoles ahorramos entre un 20 y un 25 por ciento de la Renta Nacional Bruta Disponible, 22,3 por ciento en 1986, porcentaje nada despreciable en sí y por comparación con otros países más desarrollados. Pero teniendo en cuenta que esos países son más ricos, es decir, la renta per cápita es muy superior a la nuestra, el capital acumulado a lo largo de generaciones es mayor que el acumulado por nosotros. Somos, por tanto, un país escaso en capital, como somos un país abundante en mano de obra. Y la consecuencia es que el coste de capital tiende a ser relativamente alto en comparación con los países donde el capital es más abundante; como el coste del trabajo tiende a ser relativamente bajo en comparación con los países donde la oferta de trabajo es más escasa.

La internacionalización del mercado de capitales. Pero, a medida que los mercados se internacionalizan y desaparecen las barreras a la libre circulación de capitales, éstos fluyen de un país a otro y, por lo tanto, el coste

de capital tiende a igualarse entre ellos. La consecuencia para España es que a medida que nos aproximamos a la configuración del mercado único, la empresa española se acerca a una situación en la que podrá beneficiarse de menores costes de capital, a través de las posibilidades de emitir acciones y obligaciones en otros mercados que exijan rentabilidades no tan elevadas, y a través también de la posibilidad para la banca, y el sistema financiero en general, de canalizar ahorro extranjero hacia la empresa española.

Sin embargo, estas posibilidades que, en cierta medida ya existen, sólo serían verdaderamente productoras de un menor coste de capital cuando, hablando de la Comunidad Económica Europea, se hubiera llegado a la creación de una moneda única o, hablando de un ámbito más amplio, mundial, se hubiera llegado a cambios estables entre las diversas monedas; lo cual exige la armonización o convergencia de las políticas económicas, monetarias y fiscales de los distintos países. Mientras tanto, el coste de capital extranjero vendrá afectado del riesgo de tipo de cambio, aunque este riesgo, en determinados supuestos, puede, desde luego, considerarse cubierto.

Por otra parte, aun alcanzados los presupuestos enumerados, los costes de información en los más amplios mercados internacionales son elevados y, por lo tanto, sólo las empresas españolas grandes o conocidas internacionalmente podrán beneficiarse del menor coste de capital imperante en dichos mercados. Para las empresas pequeñas, poco conocidas, el mercado seguirá prácticamente segmentado y para ellas el coste de capital continuará siendo superior al de otros países de la O.C.D.E. y, en consecuencia, experimentarán con ello una de las restricciones financieras a su competitividad exterior.

La presión del sector público y otros agentes. Pero, como la realidad es que la internacionalización del mercado, en el sentido descrito, está lejos de haberse alcanzado, al día de hoy los efectos sobre el coste de capital derivados de la escasez de recursos internos afectan a todas las empresas españolas, incluso las grandes. Piénsese, por ejemplo, en la presión sobre el mercado de otros agentes, en particular el sector público, que, con sus demandas de financiación, dan lugar al conocido proceso de expulsión del sector privado, por la vía de la elevación de los tipos de interés. En 1987, por ejemplo, aunque este es el año, entre los últimos, que ha presentado un cariz más favorable a la financiación del sector privado, todavía las necesidades globales de financiación del sector público han hecho que, entre septiembre de 1986 y septiembre de 1987, el crecimiento del crédito al sector privado haya sido inferior en casi medio punto al crecimiento del crédito interno al

conjunto de ambos sectores. Si el sector público hubiera atemperado su demanda al ritmo del crecimiento de las posibilidades de crédito interno, el sector privado hubiera dispuesto de unos 100 mil millones más de financiación. Pero, como las necesidades de financiación del sector público no han disminuido como consecuencia de la reducción del gasto sino del aumento de la recaudación de impuestos, por esta vía se han transferido del sector privado al sector público 470 mil millones más de los presupuestados. Piénsese, además, en la incidencia, sobre el coste de capital, de factores coyunturales como las tensiones de liquidez derivadas de la política monetaria, del estilo de las que se han producido en los tres primeros trimestres de 1987, con la consiguiente presión temporal al alza de los tipos de interés. Finalmente, las causas que impiden la realización de un verdadero mercado mundial de capitales, es decir, las disparidades en las políticas de los distintos Estados, ocasionan, por lo que respecta a las empresas españolas, una situación de coste de capital no competitivo, a consecuencia, por ejemplo, del distinto trato fiscal de las amortizaciones, los dividendos, etc.

El fomento del ahorro. La consecuencia es que, siendo España un país pobre en capital y no resultando, por el momento, factible remediar esta pobreza, de manera clara, acudiendo al mercado internacional de capitales, no nos queda más remedio que alterar el supuesto fundamental. Es decir, procurar que España se vaya haciendo más rica en capital, cosa que sólo puede lograrse estimulando el aumento del ahorro. Aunque resulte duro, hay que aceptar que los países pobres tienen que adoptar pautas de comportamiento menos vertidas al consumo y más al ahorro, a fin de aumentar su cuota de capital. Pero para ello, es necesario, en primer lugar, que los tipos reales de interés sean suficientemente positivos. Es cierto que al día de hoy, visto desde el lado del coste para las empresas, los tipos nominales de interés son excesivos, pero aunque sería bueno reducirlos notablemente, no pueden descender tanto que, en términos reales, dejen de ser atractivos para el ahorro.

En segundo lugar, es necesario también que el Gobierno, al revés de lo que parece ser su actual tendencia, adopte políticas fiscales que no desestimulen el ahorro. En este sentido, al margen de las críticas que pueden hacerse a las sucesivas disposiciones de eliminación de las desgravaciones por inversiones, como sea que la actual fiscalidad, desde el punto de vista de capitalización del país, es contraproducente, cabe pensar en la conveniencia de estudiar una reforma fiscal basada en la penalización del consumo y en el tratamiento favorable del ahorro. En el límite, esta idea daría paso al impuesto no sobre la renta percibida, como es el actual, sino sobre la renta

consumida. Con todos los respetos para los hacendistas que sostienen opiniones contrarias a la que acabo de exponer, pienso que las mismas son congruentes con la situación de un país necesitado de aumentar sus recursos de capital.

Vistos los efectos de la abundancia o escasez de capital, pasemos ahora a los efectos derivados de la *buena o mala organización del mercado*, que antes he señalado como el segundo de los factores externos a la empresa que condicionan el coste de capital.

No es difícil comprobar que las imperfecciones del mercado financiero pueden llevar a ineficiencias económicas, así como a lagunas importantes en las funciones que debe desarrollar el mercado. Ambas cosas pueden ocasionar dificultades en el proceso de financiación que, finalmente, se traducen en el encarecimiento del capital. En este capítulo podríamos citar, como ejemplos más significativos, los excesivos costes de transformación del sistema bancario; los coeficientes que los bancos tienen que cubrir obligatoriamente; la insuficiencia, dentro del ya escaso volumen de recursos disponibles, de la parte de los mismos que está dispuesta a invertirse como capital de riesgo; y el escaso desarrollo e imperfecto funcionamiento del mercado de valores. Veamos algo sobre cada uno de estos aspectos.

Los costes de transformación. Es innecesario insistir en que los elevados costes de transformación del sistema bancario español han incidido desfavorablemente en el coste de los recursos facilitados por el sistema a las empresas del sector privado no privilegiado. Estos costes, evidentemente excesivos, se originaron a lo largo de un período de fuerte reglamentación, durante el cual la única forma de competir era aumentar sucursales y agencias, con el consiguiente aumento de plantillas. Superada aquella situación, y visto, *a posteriori*, que resulta más que dudosa la bondad, económicamente hablando, de la gran expansión en oficinas y empleados realizada, el sistema bancario y en especial la banca privada se han esforzado en reducir tales costes, con evidentes logros, como lo demuestra que, en porcentaje de los activos totales medios, los costes de transformación del conjunto de la banca privada han bajado desde el 3,50 por ciento en 1978 al 2,63 por ciento al 30 de junio de 1987.

Sin embargo es preciso avanzar más ya que, en comparación con diversos aunque no todos los países de la Comunidad Económica Europea, nuestros costes de transformación son todavía demasiado elevados. Y es necesario no sólo desde el punto de vista de la competitividad de la banca española frente a la comunitaria, sino también para contribuir, aunque sea en la

corta medida imputable a los costes financieros, a la competitividad de la empresa española que, por las razones ya dichas, difícilmente podrá, por el momento, descansar en la financiación procedente del extranjero.

Estimo que el esfuerzo de racionalización de la gestión emprendido por la banca privada debería proponerse, como objetivo, reducir los costes de transformación desde el actual 2,63 por ciento al 2 por ciento, alcanzado el cual ocuparíamos un razonable lugar dentro de la banca de nuestro entorno. Aunque, evidentemente, cada vez resulta más difícil hacer economías, si la banca española en ocho años y medio ha logrado descender casi un punto porcentual los costes de transformación, no parece imposible del todo reducir algo más de medio punto en los cinco años y medio que nos quedan hasta la fecha mítica de 1.º de enero de 1993. Es evidentemente un reto, pero un reto que debería ser levantado.

Los coeficientes obligatorios. Prescindiendo de que, en razón del calendario de adaptación, el impacto de los coeficientes de inversión suprimidos en marzo de 1987 tardará casi 5 años en diluirse del todo, actualmente los bancos tienen que destinar al menos 30,5 pesetas de cada 100 obtenidas de clientes para cubrir los coeficientes obligatorios: de caja (19,5 por ciento), de deuda del Estado a medio y corto plazo (10 por ciento) y de inversión 1 por ciento. Por estos coeficientes se obtiene una rentabilidad que, en conjunto, asciende solamente al 7,34 por ciento y por lo tanto provocan un encarecimiento del resto de la inversión libre, que soporta la escasa rentabilidad de los recursos cautivos. Se hace necesario para que se mejore la competitividad de las empresas españolas el que de aquí al 1.º de enero de 1993 estas limitaciones del sistema financiero queden suprimidas.

El capital riesgo y el mercado de valores. Quedan las otras dos apuntas carencias del mercado financiero español, es decir, la insuficiencia de capitales con vocación al riesgo que, en especial, dificulta el lanzamiento de nuevas, y sobre todo pequeñas, empresas; y el escaso desarrollo e imperfecto funcionamiento del mercado secundario de valores que repercute, indirectamente, en el primario o de emisión, tanto de acciones como de obligaciones, para la financiación de las empresas. En ambos aspectos se han realizado importantes avances pero también en esta materia hay que dar mayores y positivos pasos. Todos deseamos que el que va a darse con la nueva Ley del Mercado de Valores, ahora en preparación, resulte acertado también desde el punto de vista de la mejor y menos cara financiación de las empresas.

Los factores internos a la empresa

Y llegamos a los factores internos a la empresa que afectan al coste de capital. En principio, parece claro que la mala organización y gestión de la empresa puede conducir a una elevación del coste del capital, es decir, de la rentabilidad que los financiadores, que observan desde el exterior el comportamiento empresarial, van a exigirle para suministrar recursos en sus distintas formas y plazos.

En este capítulo, relativo a la organización y gestión de la empresa en la vertiente financiera, que es la que ahora nos ocupa, pueden agruparse factores de naturaleza distinta, ya que dentro de los mismos se hallan tanto, en un extremo, aquéllos que conciernen a aspectos sustantivos u objetivos, y singularmente los relativos a la estructura de financiación voluntariamente adoptada o forzosamente aceptada por la empresa; como, en otro extremo, aquéllos que dicen relación a aspectos adjetivos o subjetivos, sin que por ello sean menos importantes, tales como la transparencia y la calidad de la información; pasando por los aspectos que afectan a los métodos de gestión y especialmente a los empleados en el análisis de proyectos.

La transparencia informativa. Para hablar en primer lugar de las dos últimas categorías, parece lógico que la mala imagen sobre gestión que ha de producir la inadecuada presentación de balances y cuentas de resultados, así como la falta de información sobre la evaluación de los proyectos o la cobertura de los riesgos inherentes a su desarrollo, conduzca a dificultades de acceso a los recursos de capital y, en definitiva, a la elevación de su coste. El remedio a los efectos negativos de estos factores es sencillamente la corrección de los aspectos adjetivos citados, ya que si la realidad de la empresa, por buena, es publicable, bastará con hacerlo para que la imagen percibida cambie y las restricciones desaparezcan.

La estructura de financiación. Cosa muy distinta es lo que se refiere a los aspectos objetivos. Entre ellos he citado, por su especial importancia, la estructura de financiación; es decir, la relación entre recursos propios y recursos ajenos, y, dentro de éstos, la ponderación entre el corto, el medio y el largo plazo.

En una primera aproximación parecería que siendo, o debiendo ser, los recursos a riesgo más caros que los recursos de deuda, supuestas invariables, en cada momento, las rentabilidades exigidas por el mercado para una y otra clase de capital, cuanto mayor fuera el porcentaje de endeudamiento, tanto menor sería el coste ponderado de capital para la empresa. Pero el supuesto

es falso. Las rentabilidades exigidas no son invariables respecto a la estructura de financiación, una vez rebasados unos determinados porcentajes de endeudamiento que cada empresa debe investigar. Y la razón es que, más allá de estos porcentajes, la creciente debilidad de la relación entre capitales propios y financiación total, y de la relación entre deuda a corto y deuda total, indican cada vez mayores riesgos de insolvencia o de liquidez y, por lo tanto, ha de producirse un mayor coste de capital por la inclusión de la prima de riesgo implícita en la rentabilidad que demandará el mercado, en el supuesto que esté dispuesto a proporcionar recursos a algún coste.

La solución es teóricamente obvia: mejorar estas relaciones. Pero lograrlo no es tan fácil. Veamos lo que se refiere a la relación de endeudamiento. El aumento de los recursos propios puede producirse por dos vías: la autofinanciación y la ampliación de capital. Ambas cosas requieren la obtención de un beneficio o, por mejor decir, de una rentabilidad sobre fondos propios que sea suficiente, en el caso de la autofinanciación, para, después de repartir el dividendo esperado por el mercado, dotar las reservas con cantidades significativas; y que sea suficiente, en el caso de ampliación, para atraer los nuevos capitales.

La rentabilidad del activo y el coste del pasivo. Pero la obtención de una rentabilidad sobre recursos propios que sea suficiente a los fines expresados no ha resultado fácil para la empresa española en los últimos tiempos. Se trata de un objetivo que, en la pasada década, habiendo sido probablemente cubierto por un buen número de empresas consideradas aisladamente, no ha sido alcanzado por la media de los sectores, por lo menos en la muestra analizada en años sucesivos por la Central de Balances del Banco de España. Me basaré en los datos sobre 1985, últimos publicados, aunque probablemente estos datos se verán mejorados en la publicación sobre 1986 que verá la luz, espero, a principios de diciembre. En 1985, de una muestra de 3.811 empresas del sector privado, excluidas las eléctricas, resulta que la rentabilidad sobre activos totales fue del 11,13 por ciento, antes de deducir los costes financieros, como resultado de un margen sobre ventas del 6,71 por ciento y una rotación del activo de 1,66 veces. Esta rentabilidad sobre fondos propios puede aceptarse que se eleva al 11,32 por ciento, activando cerca del 2 por ciento de los intereses cargados. Aun con ello, esta rentabilidad fue casi tres puntos inferior al coste medio de los recursos de terceros con coste explícito que ascendió al 14,29 por ciento. De esta forma, con un porcentaje de endeudamiento del 48 por ciento aproximadamente, la rentabilidad sobre fondos propios se situó, aquel año y para la media de la

muestra, en el 8,60 por ciento, antes del impuesto de sociedades, y en el 6,12 por ciento, después del impuesto. Salta a la vista que esta rentabilidad, aunque se repartiera toda en dividendo, renunciando a la autofinanciación, resultaría insuficiente para atraer nuevos capitales y aumentar los fondos propios, salvo que existieran expectativas de un notable crecimiento del beneficio y dividendo, cosa que más bien habría que estimar problemática.

No es por tanto extraño que la relación entre fondos ajenos y el total del balance, para la muestra dicha y en 1985, fuera del 47,78 por ciento, considerando sólo los recursos de terceros con coste explícito y del 61,91 por ciento si se añade el pasivo sin coste explícito constituido por el crédito de proveedores, otros acreedores y cuentas diversas.

Conclusiones

La mejora del margen sobre ventas y la rotación. El precedente análisis conduce, a mi modo de ver, a dos conclusiones. La primera es que —con los datos de 1985, repito— aun suponiendo que toda la estructura de financiación hubiera estado constituida por fondos propios o, alternativamente, que los recursos ajenos se hubieran conformado con una rentabilidad igual a la percibida por los fondos propios, es decir, la obtenida por el activo total, ésta hubiera sido del 11,32 por ciento antes del impuesto de sociedades y del 8,06 por ciento después del impuesto, lo cual, siendo mejor que el 6,12 por ciento que arroja la muestra, no parece satisfactorio. Por lo tanto, la mejora de la rentabilidad de las empresas españolas no parece que radique ni en la disminución del endeudamiento ni en la reducción del tipo de coste de los recursos de terceros, sino en la mejora del margen sobre las ventas o en el aumento de la rotación de los activos o, naturalmente, en una combinación de ambas cosas. Las dos dicen relación a la eficiencia o competitividad de la empresa. En efecto, la primera se refiere a la adecuación del coste de producción al precio de venta que, en una economía libre, fija el mercado; la segunda se refiere a la intensidad de utilización de la capacidad productiva.

Coste de capital y coste de trabajo en la competitividad. La otra conclusión a sacar del análisis sobre la rentabilidad de los activos y el coste de los recursos, en el que basándome en la muestra de la Central de Balances hace un momento me entretuve, es un corolario de la primera. Y puede expresarse diciendo que el coste de capital, siendo un factor de la función de producción, no es el más relevante, por lo menos en lo que se refiere a la

industria manufacturera. A pesar de la expansión del equipamiento en capital de las empresas y a pesar del incremento de la automatización, los costes del trabajo representan, con mucho, el mayor componente del coste de producción en la gran mayoría de las industrias. Estos costes ejercen una decisiva influencia en el cálculo del coste a que cada compañía debería vender. Que este precio esté por debajo o por encima del precio fijado por el mercado, será la señal de que la empresa es competitiva o no lo es. De aquí que, especialmente en el caso de la *competitividad internacional*, en el que hoy nos centramos, las diferencias que existen entre los costes del trabajo, expresados en términos de una moneda común, son de una gran importancia, ya que los otros componentes del coste tales como la energía, las materias primas, así como el coste de capital, o bien no difieren gran cosa de un país a otro o no producen gran impacto por su relativamente menor peso, exceptuando determinados sectores, en el coste total. De aquí, en orden a la competitividad, la importancia de actuar sobre la productividad del factor trabajo, aunque de hecho resulte muy difícil lograr resultados en esta materia a consecuencia de las rigideces socio-económicas existentes en forma de inflexibilidad funcional y geográfica del empleo y en forma de altos costes de la seguridad social.

Escasa entidad de los condicionantes financieros. La conclusión de mis reflexiones puede ser que efectivamente existen hechos de carácter financiero que pueden condicionar o restringir la competitividad internacional de la economía española, a consecuencia, entre otras cosas, de la relativa escasez práctica de capital tanto en el mercado nacional como en el internacional; de determinadas imperfecciones en el funcionamiento de ambos mercados por lo que a las empresas españolas se refiere; y de ciertas deficiencias en la estructura de recursos y en la cuenta de explotación, así como en los métodos de gestión e información. Pero que estos condicionantes, caso de que efectivamente operen, ni son graves ni son los más relevantes, ya que la competitividad internacional de la economía española puede verse más afectada, a favor o en contra, por otros factores, entre los cuales el coste del trabajo puede tener singular relieve.

Por ello no quisiera acabar sin extenderme en algunas consideraciones de carácter no propiamente financiero, ya que me gustaría aclarar que la función de producción que he utilizado al comienzo responde a un concepto muy restringido. Es, desde luego, la que acostumbran a emplear los econo-

mistas en los libros de texto, pero quizás simplifica excesivamente la realidad. De acuerdo con este concepto, la función de producción de la empresa, y por tanto su capacidad de competir con éxito, depende sólo de tres elementos: el capital empleado, la mano de obra, y la tecnología utilizada, representada por la propia función. En este tipo de análisis, la productividad de cada uno de los factores se encuentra íntimamente relacionada con la del otro, de tal forma que la productividad del factor trabajo depende de la cantidad de capital físico utilizado, y la del capital, de la cantidad de mano de obra utilizada.

Consideraciones no financieras

Obviamente, este planteamiento es excesivamente restrictivo. No puede hablarse, por ejemplo, de mano de obra como si se tratara de un todo unitario, que refleje cantidades de trabajadores indiferenciados, a utilizar en los procesos productivos. La capacidad de producir bien y competitivamente dependerá también tanto de la calidad como de la adecuación de los recursos humanos utilizados. En los complejos procesos productivos modernos resulta crucial disponer de trabajadores que sean capaces de utilizar tecnología complicada, de adaptarse a medida que ésta evoluciona y de cambiar de funciones según requieran las circunstancias. Precisamente si las sociedades occidentales pueden competir con los productos que vienen de los países recientemente industrializados de Asia, cuyos costes de mano de obra son muy inferiores, es porque disponen de esta fuerza laboral educada, y en consecuencia versátil.

Desde este punto de vista no puede subrayarse suficientemente la importancia que, para la viabilidad futura de la empresa española y para el capital en ella empleado, tendrá el disponer de un sistema educativo que se vaya adaptando a las necesidades futuras. No está muy claro cuáles serán esas necesidades futuras, ni cómo debe configurarse ese sistema educativo, pero lo que sí es evidente es que es necesario que sea adaptable. En la medida en que cambian los tiempos y las tecnologías, en la medida en que aparecen nuevas oportunidades productivas y se pierde capacidad competitiva en otros sectores, es necesario, y lo será cada vez más en el futuro, al acrecentarse el ritmo de cambio económico, disponer de trabajadores que puedan pasar de unas actividades a otras dentro de la propia empresa o moviéndose de un sector a otro, que sean capaces de ir asimilando técnicas más complejas o, a la inversa, que acepten la subutilización de sus capacidades en

los momentos en que sea necesario. A este último respecto, es notable el ejemplo reciente de algunas líneas aéreas americanas que se han salvado de la quiebra gracias a que sus pilotos fueron, en un determinado momento, capaces de acometer tareas tan dispares como vender billetes o cargar las maletas de los viajeros.

A su vez, para disponer de unos recursos humanos versátiles es necesario que el propio sistema educativo lo sea. Que lo sea en el sentido de crear este tipo de personas, y en el sentido de dar lugar a una multiplicidad de instituciones, unas que nazcan, otras que mueran, para que las que subsistan se ajusten a las necesidades de cada momento.

He citado el ejemplo de la calidad y movilidad de la mano de obra como uno de los muchos refinamientos que pueden introducirse en el análisis simple del que he partido y que afectan, por tanto, a la capacidad de la empresa para sobrevivir. Podría extenderse este análisis hasta el infinito, introduciendo factores tales como la calidad de gestión de las empresas, las facilidades o dificultades para la empresa derivadas de la intervención del sector público en la economía, o los factores externos, como por ejemplo un buen sistema de transporte, que pueden facilitar las actividades de la empresa. Todos ellos pueden analizarse interrelacionándolos unos con otros y así la productividad de cualquiera de estos factores puede aparecer como dependiente de todos los demás.

Los rankings de competitividad. Precisamente esta diversidad de elementos que inciden sobre los resultados de la empresa explica las opiniones diversas, y a veces contradictorias, que se oyen sobre la capacidad de competir de las empresas de tal o cual país.

Recientemente la prensa se ha hecho eco de un informe elaborado por el World Economic Forum de Ginebra sobre *competitividad internacional*, que sitúa a nuestro país en el pelotón de cola. Me consta que esta Fundación, bien conocida por sus Tables Rondes nacionales y por el Simposium Mundial que cada año organiza en Davos, no hubiera deseado ver publicados los resultados de la encuesta elaborada en el mes de febrero de este año, en la que, con multitud de otros dirigentes empresariales, participé. La razón es que los propios responsables de la Fundación no están convencidos de la bondad de las conclusiones alcanzadas en la encuesta. Y, por esto, al revés de lo que sucedió en años anteriores, no se ha publicado el informe; tan sólo a los participantes en la encuesta se nos mandaron tres cuadros-resumen, uno de los cuales ha aparecido publicado. La encuesta de 1987

abarcó 10 factores (1), comprendiendo en total 90 criterios, que responden a una gama variadísima de conceptos, respecto a cada uno de los cuales se pidió a cada encuestado una valoración de 1 a 6, al objeto de deducir por adición y ponderación la competitividad internacional de su propio país.

Las dudas surgidas en el W.E.F. en cuanto a la bondad del ranking global, podemos planteárnoslas en relación con el 20.º puesto, sobre 22, asignado a España en la encuesta de 1987. ¿Cómo se compagina esta calificación, deducida de la valoración de los propios españoles, con el interés que el extranjero manifiesta por nuestro país? Por cierto que en la encuesta de 1986, la última publicada, en el factor *orientación hacia el exterior* España ocupaba el lugar 9 sobre 22. De todas formas, si no hubiera entre nosotros, por lo menos, potencial de competitividad, ¿cómo justificar esta actitud de los inversores y empresarios extranjeros hacia España?

Tal vez una respuesta a esta última pregunta puede hallarse en otro informe sobre competitividad internacional publicado por el Dresdner Bank, en su folleto económico trimestral, basado en el método contrario, es decir, en limitar la comparación a un solo factor productivo, en este caso el trabajo. En este informe, algunos de cuyos conceptos he empleado en diversos pasajes de mi texto, con datos de 1987, España al mismo nivel que Holanda, se encuentra, dentro de Europa, en segundo lugar en cuanto a la competitividad del factor mano de obra. Los trabajadores alemanes y suizos, que ocupan el primer lugar en productividad, producen, por hora, casi el doble que los españoles, pero dado el menor nivel de salarios en España, los costes derivados de la utilización del factor trabajo, calculados en DM para todos los países, resultan en nuestro país inferiores a los de las otras economías industrializadas, salvo Estados Unidos, Japón y Francia.

El hombre como factor final de la competitividad

Todo esto me hace concluir con una nota de escepticismo respecto al peso de los factores externos sobre la competitividad de la empresa. Ciertamente que estos factores inciden, pero, en último término, es la propia empresa, con su mayor o menor capacidad de organizarse y de adaptarse a las circunstancias, la que tiene la última palabra a la hora de determinar su

(1) Dinamismo de la economía, eficacia industrial, dinamismo del mercado, dinamismo financiero, recursos humanos, interferencia estatal, recursos naturales, orientación hacia el exterior, innovación y desarrollo, y clima socio-político y estabilidad.

éxito. Además, sin estar enteramente superado, el análisis nacional de este tipo de problemas tiene cada vez menor importancia. Es verdad que el Estado todavía tiene capacidad para alentar o perturbar el proceso productivo, a través de su poder reglamentario y de su política fiscal, pero las limitaciones que vienen del exterior, en nuestro caso a través de la armonización de políticas de todo tipo en la Comunidad Europea, son cada vez más fuertes. El factor capital es hoy extremadamente móvil, y la carencia de recursos de este tipo no constituye un verdadero obstáculo al desarrollo. El factor trabajo es igualmente móvil como atestigua nuestro propio país, tradicional fuente de mano de obra para el resto del mundo, pero que hoy empieza a ser receptor no desdeñable de inmigración. Ni siquiera la gestión, en la cual somos supuestamente deficitarios, constituye un verdadero obstáculo dados los movimientos de personal de alta dirección que observamos todos los días. En definitiva, cada vez más, los límites al desarrollo y a la competitividad de las empresas se sitúan donde deben situarse, es decir, en los que derivan de la propia imaginación creativa del hombre.