

LA ACTIVIDAD FINANCIERA DE LAS GRANDES SUPERFICIES

Caracterización de sus modelos de comportamiento

Mónica Melle Hernández

I. INTRODUCCIÓN

En la actualidad, es cada vez más frecuente que las grandes empresas de distribución comercial desarrollen algún tipo de actividad financiera además de la puramente comercial. Y si bien en otros países —como Estados Unidos— la actividad financiera es ya un negocio habitual para las grandes empresas de distribución comercial, en España esta práctica es relativamente reciente. De ahí que, en el presente trabajo, se pretenda determinar, caracterizar y explicar las actividades financieras, tanto internas como externas, que desarrollan las empresas españolas de distribución comercial y evaluar su contribución, desde una óptica agregada, al proceso de desintermediación en el sistema financiero y al control de la política monetaria sobre la tasa de inflación.

Desde el punto de vista de la gestión empresarial, las grandes empresas de distribución comercial —midiendo su tamaño mediante la variable volumen de ventas— poseen un elevado poder de mercado frente a sus proveedores; esto es, ostentan una posición dominante o de fortaleza en los procesos de negociación, de la que obtienen unos aplazamientos de pago y descuentos considerables, que condiciona y explica la composición de su patrimonio. En la estructura de sus balances de situación y de sus cuentas de resultados se reflejan los efectos de una actividad financiera que se caracteriza por factores tales como el bajo endeudamiento con coste explícito, el elevado endeudamiento con coste implícito (acreedores comerciales o proveedores), las cuantiosas inversiones financieras temporales, los reducidos dividendos (es común la «autoexpansión» o autofinanciación con cargo a proveedores, lo cual genera un importante riesgo aparente de insolvencia), o los elevados ingresos financieros, que cubren con creces los escasos costes financieros y generan un resultado por actividades financieras ajenas a la explotación, que es positivo en muchos casos.

El apartado II de este artículo se centra en determinar el alcance de la actividad financiera desarrollada por las grandes empresas españolas de distri-

bución comercial al objeto de identificar sus causas y establecer un modelo de evaluación de aquélla. Una actividad que es consecuencia, en primer lugar, de la gestión de sus activos de tesorería, constituidos por el elevado plazo medio de pago a proveedores que consiguen gracias a su posición ventajosa en la negociación frente a éstos, y que pueden rentabilizarse, por ejemplo, mediante la realización de inversiones financieras temporales. Pero que también es consecuencia, en segundo lugar, de sus estrategias de diversificación hacia funciones propias de entidades financieras; que se implantan cuando estas empresas alcanzan una masa crítica determinada de gastos en servicios en ciertos sectores, momento a partir del cual optan por prestarse a sí mismas esos servicios, con la ventaja añadida de poder captar terceros clientes si desagregan esas actividades.

Las grandes empresas de distribución comercial utilizan, en definitiva, su «saber hacer» para realizar actividades distintas de la distribución comercial, entre las que destacan las actividades financieras. Éstas adquieren una enorme variedad y abarcan la emisión de tarjetas de crédito o pago, la concesión de créditos a clientes, la gestión de cuentas de tesorería con sus empleados a modo de depósitos remunerados, la implantación de oficinas de cambios para el público, la producción y comercialización de seguros y fondos de inversión e incluso la intermediación en los sectores mobiliario e inmobiliario. Estos negocios permiten ofrecer una mayor gama de productos y servicios a los clientes tanto para ofrecerles un mayor servicio como para «fidelizarlos», y en ciertos casos, y en su conjunto, proporcionan unos beneficios superiores a los de la propia actividad típica de estas empresas, que no es otra que la distribución comercial.

El apartado III tiene un contenido empírico que se concreta en estimaciones, contrastaciones y validaciones de modelos econométricos, planteados sobre una base de datos y una periodificación determinadas, que pretenden explicar el comportamiento financiero de las grandes empresas españolas de distribución comercial que se sistematiza en la parte previa.

Entre las conclusiones de este apartado, se destaca una interrelación creciente entre las empresas del sector de distribución comercial y el sistema financiero. En primer término, al introducirse estas empresas en la actividad de intermediación propia de las entidades financieras, mediante la concesión de créditos al consumo, pueden llegar a convertirse en competidoras directas de las entidades financieras. Y en segundo lugar, al sustituir el crédito bancario por el crédito comercial de proveedores en sus estructuras financieras, limitan su endeudamiento y prácticamente no tienen necesidad de acudir al sistema financiero para obtener fondos, lo que también se relaciona íntimamente con el proceso actual de creciente desintermediación financiera.

También es de resaltar que este tipo de actividades, y fundamentalmente las basadas en la concesión de créditos al consumo, tienen repercusiones en los mecanismos de traslación de la política monetaria, ya que si el volumen del crédito concedido a las familias por estas empresas no financieras es muy elevado, afectará a la liquidez del sistema en general minimizando los efectos de una eventual política monetaria restrictiva. A su vez, el crédito comercial obtenido de los proveedores también puede influir en la conducción de la política monetaria, ya que cuando ésta es restrictiva (y pretende una reducción del crédito) las empresas pueden reaccionar incrementando su crédito comercial como sustitutivo, y los efectos de esta actuación pueden, a su vez, condicionar la oferta y la demanda de crédito comercial, principalmente a través de los tipos de interés.

Es precisamente en el apartado IV en el que se analizan y cuantifican, en lo posible, tales efectos de la actividad financiera de las grandes empresas de distribución comercial sobre el sistema financiero y sobre la política monetaria desarrollada por el banco central. Un último apartado del trabajo recapitula y sistematiza las principales conclusiones extraídas del mismo.

II. TIPOLOGÍA DE ACTIVIDADES FINANCIERAS EMPRESARIALES: GESTIÓN DE CIRCULANTES Y DIVERSIFICACIÓN DEL NEGOCIO

La actividad financiera implícita de las grandes empresas de distribución comercial surge por una eficaz gestión de sus activos circulantes, gracias sobre todo al elevado plazo medio de pago que consiguen de sus proveedores, y que se explica por su posición de mercado dominante en la negociación frente a éstos, que analizamos en el primer epígrafe de este apartado.

Son igualmente relevantes las estrategias de diversificación (o ampliación de su campo de activi-

dades) de las empresas de distribución comercial hacia funciones y negocios propios de las entidades financieras. En el segundo epígrafe se revisan los antecedentes más próximos al caso español y se sistematizan los distintos productos financieros que gestionan estas empresas.

1. El poder de negociación frente a proveedores y sus repercusiones sobre la gestión del capital circulante

Desde un punto de vista estructural, cada sector contribuye a la creación de riqueza de una economía nacional mediante la generación de valor añadido. Dicho valor es la fuente de las rentas empresariales y del propio beneficio que la empresa puede obtener, y sin más que recordar su concepto —ingresos por ventas menos gastos por compras satisfechos al exterior— puede deducirse su relación con el poder de mercado de cada empresa y su mayor o menor capacidad para ejercerlo por la vía de los precios, cobrados y pagados, respectivamente.

1.1. ¿Por qué se produce esta relación de poder de mercado en las grandes empresas de distribución comercial?

a) En primer lugar, el continuo proceso de concentración verificado en el sector de la distribución comercial en España y en el resto de Europa (Melle, 1997) hace que el tamaño relativo de las empresas aumente, lo cual repercute en la concentración del poder de compra en pocas empresas. Ello ha reforzado significativamente su posición en las negociaciones frente a sus proveedores debido a la amenaza que les supondría a éstos la cancelación de sus pedidos al estar supeditados a un papel de «proveedores cautivos» de las grandes superficies. Por otro lado, sus modelos de gestión evolucionan hacia formas más centralizadas en cuanto a la negociación, lo que les ha permitido, en algunos casos, exigir a los proveedores el pago de un porcentaje de sus ventas por anticipado para financiar su expansión (es el caso del recientemente llamado por la prensa «impuesto revolucionario» de Pryca y Alcampo).

Además, debe recordarse que las empresas que ejercen una amenaza de integración vertical, hacia atrás o hacia adelante, poseen una importante ventaja, ya que pueden suspender sus intercambios actuales por la internalización de esas actividades. Esto supone un alto riesgo para proveedores y/o clientes, que se acentúa si la empresa concentra un volumen de ventas importante (Porter, 1985). En este sentido, la cantidad de productos vendidos bajo «marcas blancas» —ya sean marcas con el nombre del distribuidor o segundas marcas creadas por

éste— por las grandes empresas de distribución comercial se incrementa (gráfico 1), y con ello su integración hacia atrás, dado que únicamente subcontratan la fabricación del producto, realizando ellas mismas el resto de las funciones del proceso de producción y distribución: entre otras, logística, *marketing*, servicio posventa e incluso la elaboración del diseño de algunos productos y envases, que suelen ser muy parecidos a los de las marcas líderes de sus proveedores.

b) En segundo término, el ámbito global de actuación de las grandes empresas distribuidoras (en su gran mayoría, filiales de grupos foráneos), así como la tendencia generalizada a realizar sus compras a escala europea (compras «paneuropeas» desde las empresas matrices que abastecen a las filiales de los distintos países), les facilita el contacto con un mayor número de proveedores de diferentes países, lo cual incrementa su información sobre cantidades y precios, y el ejercicio de su poder de mercado en las negociaciones frente a aquéllos.

c) Finalmente, el elevado grado de competencia en precios (a la baja) entre los proveedores (fabricantes) en el ámbito de la UE, a raíz de la creación del mercado interior europeo, es otro de los factores que contribuyen a acentuar la posición dominante de las empresas de distribución comercial en las negociaciones interempresariales, que

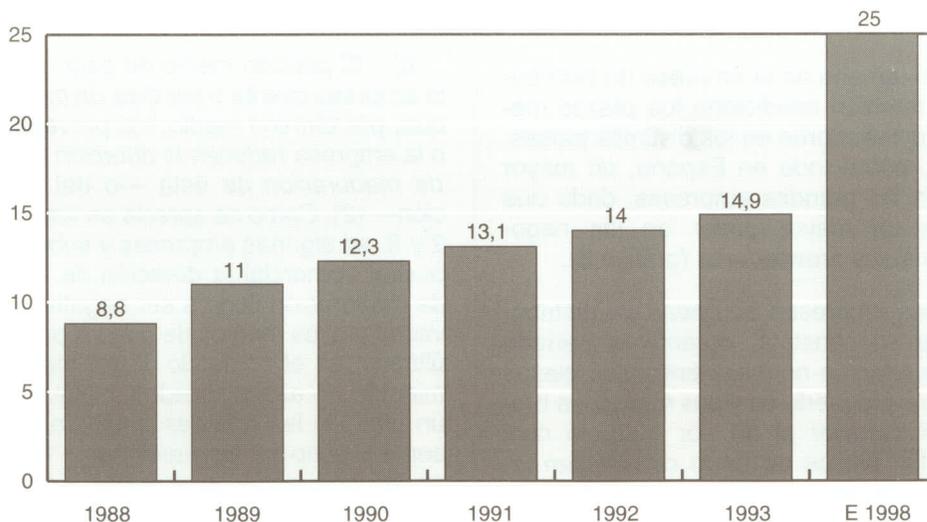
se benefician de dichas políticas de precios a la baja.

1.2. *¿En qué se manifiesta la posición dominante de las grandes empresas de distribución comercial?*

a) Un hecho que refleja la posición dominante de las empresas de distribución comercial frente a sus suministradores es el *elevado aplazamiento de pago* a éstos, ya que en muchas ocasiones es el resultado de «imponerles» las condiciones de la relación comercial. Esta cuestión ha sido resaltada por un estudio de la Comisión Europea (CCE, 1992), según el cual las grandes empresas abusan de su posición de fuerza para imponer a sus proveedores de menor tamaño plazos de pago cada vez más prolongados. Además, en períodos de recesión económica, deciden unilateralmente prolongar de manera sustancial dichos plazos, con lo cual las grandes empresas proveedoras «trasladan» a las pequeñas estos aplazamientos excesivos, produciéndose un círculo vicioso de los plazos de pago.

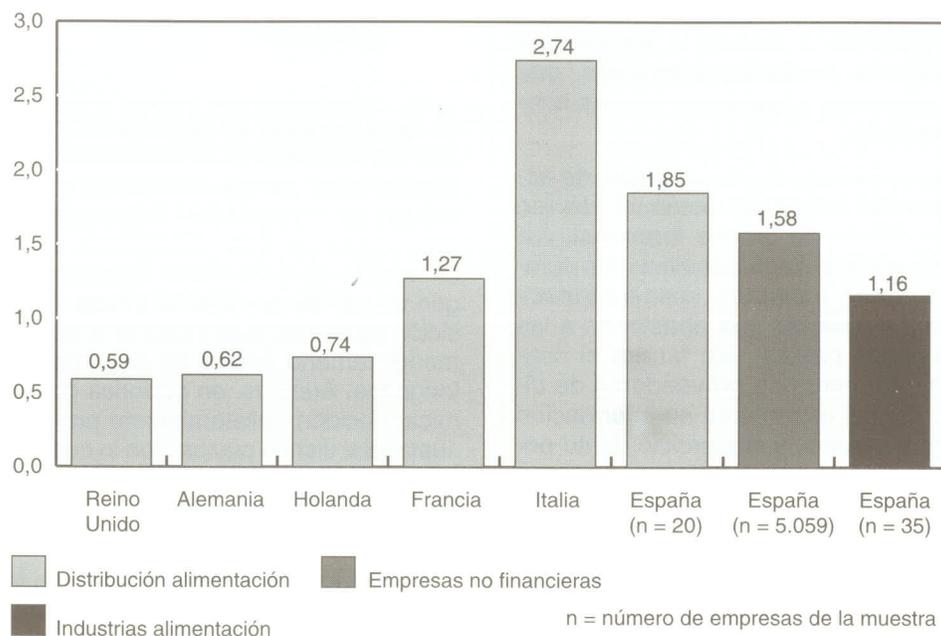
La distribución española presenta los plazos medios de pago a proveedores mayores de Europa, sólo superados por Italia; si bien en un marco de plazos de pago también más largos para otros sectores productivos españoles (Roland Berger, 1995) (gráfico 2).

GRÁFICO 1
PORCENTAJE DE VENTAS DE «MARCAS BLANCAS» SOBRE VENTAS TOTALES EN EL SECTOR ESPAÑOL DE LA DISTRIBUCIÓN COMERCIAL DURANTE EL PERÍODO 1988-1993 (*)



(*) Según la estimación de Euromonitor. Las ventas de «marcas blancas» crecerán un 60 por 100 durante el período 1990-2000. Fuentes: *Distribución Actualidad*, *Dympanel* y *Monitor Company*.

GRÁFICO 2
PLAZOS MEDIOS DE PAGO A PROVEEDORES EN 1992
 (En porcentaje) (Promedio = 1,0)



Fuentes: Roland Berger, a partir de informes comerciales, y Central de Balances del Banco de España.

Las empresas adaptan sus plazos de pago y de cobro a las prácticas comerciales habituales de cada sector y de cada país (1). Factores como el precio del dinero, las facilidades crediticias o los márgenes comerciales son los que determinan finalmente las prácticas mercantiles y, por tanto, los plazos medios de cobro y de pago, distintos para los diferentes países. Luego no son las empresas individuales, sino los mercados, los que en definitiva fijan las reglas del juego.

Igualmente, el tamaño de la empresa de distribución comercial también condiciona los plazos medios de pago a proveedores en los distintos países, siendo habitual, sobre todo en España, un mayor aplazamiento en las grandes empresas, dado que pueden ejercer un mayor poder en las negociaciones frente a sus proveedores (gráfico 3).

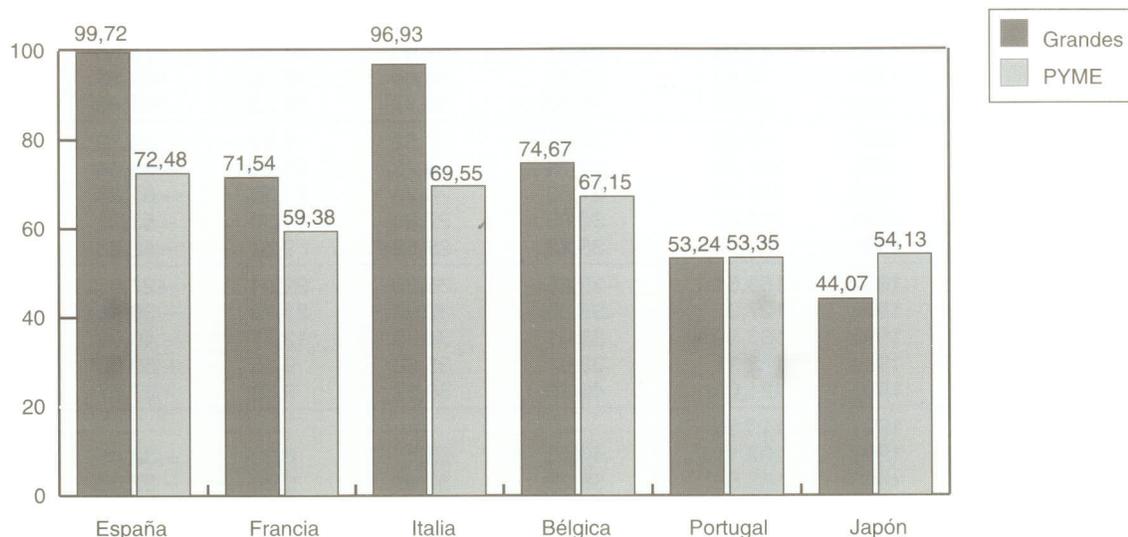
En las grandes empresas europeas de distribución alimentaria se constata, durante el período 1990-1993, una relación negativa entre sus plazos medios de pago a proveedores y sus márgenes brutos (correlación superior al 88 por 100), lo cual corrobora que los plazos de pago constituyen un elemento más de la negociación entre los distribuidores y los fabricantes —plazos de pago largos suponen precios de compra altos y, por tanto, menor margen, y viceversa— (Roland Berger, 1995). Así, países como el Reino Unido y Bélgica, que presen-

taron entre 1990 y 1992 unos aplazamientos de pago menores, obtuvieron, sin embargo, unos márgenes brutos más elevados. Según Roland Berger (1995), España se situaba en el modelo de «plazos de pago largos-márgenes brutos bajos», lo cual parece lógico si se considera que el coste implícito de la financiación de proveedores supone un «incremento» de los precios de compra de los productos, dado que se renuncia al descuento por pronto pago concedido por éstos.

b) El período medio de pago a proveedores de la empresa cliente o los días de crédito de provisión que, por término medio, los proveedores conceden a la empresa *reducen la duración del período medio de maduración* de ésta —o del ciclo de explotación— (2). Como se aprecia en los cuadros núms. 1, 2 y 3, en algunas empresas y subsectores de distribución comercial la duración de su período medio de maduración llega a ser negativa, dados sus elevados plazos medios de pago a proveedores. Estos últimos, en el comercio al por menor en establecimientos no especializados, alcanzan los noventa y un días en las grandes empresas frente a los sesenta y ocho en las medianas y los sesenta y uno en las pequeñas. Igualmente, en el resto de subsectores se aprecia que tales plazos son más cortos en las pequeñas empresas.

c) El poder de mercado de las grandes empresas de distribución comercial se manifiesta, en defi-

GRÁFICO 3
PLAZOS MEDIOS DE PAGO A PROVEEDORES (EN NÚMERO DE DÍAS) SEGÚN TAMAÑO
DE LAS EMPRESAS DE COMERCIO AL POR MENOR EN DISTINTOS PAÍSES.
PERÍODO 1982-1991



Fuente: Román (1995, 97), a partir de la base de datos BACH.

nitiva, en su *específica gestión de circulantes* y en sus *efectos sobre la rentabilidad*. De este modo, son características:

c.1) *Su financiación de proveedores*

Este tipo de financiación, sin coste explícito, permite a las empresas distribuidoras prescindir de la necesidad de acudir a la financiación bancaria —ya sea a través de préstamos o mediante el descuento comercial—, lo cual supone un importante ahorro de gastos financieros —el cuadro núm. 4 recoge la evolución del coste financiero de los recursos remunerados, apreciándose que las grandes empresas están en la situación más favorable, mientras que las medianas están en la peor (3).

Cruz Roche (1994) calcula el «crédito de proveedores» o remanente de la cuenta de proveedores que queda en la empresa después de financiar las existencias y las ventas a los clientes (crédito de proveedores = deudores comerciales – existencias – créditos comerciales). En las grandes empresas distribuidoras esta cantidad es positiva, lo cual indica que los plazos de pago están cumpliendo, además de su función comercial de financiar el ciclo comercial, otra función financiera adicional: bien financiar otras partidas del circulante (como, por ejemplo, inversiones financieras temporales) o bien el inmovilizado material.

Este tipo de créditos comerciales de proveedores no tiene un comportamiento neutral, sino todo lo contrario: genera un negocio financiero implícito en las grandes empresas de distribución comercial, cuyo origen se encuentra principalmente en su eficaz gestión de circulantes.

c.2) *Su gestión de la tesorería*

En las empresas de distribución comercial, el aplazamiento de pago a los proveedores y su rotación rápida de las mercancías almacenadas permiten contar con fondos de tesorería que aquellas rentabilizan al máximo. Por tanto, disponen de un gran capital líquido que utilizan con fines lucrativos para incrementar sus beneficios, constituyendo un verdadero negocio financiero. Por lo que, en cierta forma, operan como entidades financieras, utilizando distintas fórmulas para hacer rentables las deudas que mantienen pendientes con sus proveedores, que además suponen recursos sin coste explícito (4).

Algunas grandes empresas de distribución comercial utilizan el dinero de su deuda con proveedores para constituir una cartera de valores, invirtiendo en activos financieros cotizados de emisores públicos o privados. Es muy frecuente que inviertan la mayor proporción de dicha cartera en activos del Tesoro (deuda pública) a muy corto plazo.

CUADRO NÚM. 1
PERÍODO MEDIO DE MADURACIÓN Y SUS COMPONENTES
(En número de días)

<i>Empresas</i>	<i>Años</i>	<i>PM pago</i>	<i>PM almacena</i>	<i>PM venta</i>	<i>PM cobro</i>	<i>PMM</i>	<i>Rotación existencias</i>
El Corte Inglés	1991	71,38	76,07	55,98	44,30	104,97	6,52
	1992	70,53	82,48	60,16	46,29	118,40	6,07
	1993	71,89	81,71	59,60	47,15	116,58	6,12
	1994	78,52	81,86	58,44	46,10	107,88	6,25
	1995	65,92	74,88	52,77	39,73	101,46	6,92
Pryca	1991	119,69	30,81	27,52	14,57	- 46,79	13,26
	1992	121,26	31,73	28,28	13,21	- 48,04	12,91
	1993	132,49	31,50	28,23	11,38	- 61,38	12,93
	1994	123,67	30,93	27,80	11,39	- 53,55	13,13
	1995	126,70	35,28	29,62	9,57	- 52,23	12,32
Continente	1991	133,51	39,85	35,95	29,91	- 27,8	10,15
	1992	127,3	36,59	32,53	21,73	- 36,45	11,22
	1993	133,59	39,01	34,73	13,77	- 46,08	10,51
	1994	122,11	38,61	35,30	9,55	- 38,65	10,34
	1995	121,65	46,09	38,27	9,72	- 27,57	9,54
Alcampo	1991	113,25	—	—	—	—	—
	1992	107,11	40,13	33,7	8,30	- 32,45	10,83
	1993	103,58	38,29	31,97	8,60	- 32,46	11,42
	1994	107,40	41,35	33,67	10,75	- 21,63	10,84
	1995	97,98	37,67	31,33	14,47	- 14,39	11,65
Mercadona	1991	106,72	21,74	17,32	0,44	- 67,21	21,08
	1992	111,71	22,81	17,92	10,50	- 60,48	20,36
	1993	103,31	19,59	14,85	11,53	- 57,33	24,58
	1994	97,28	19,95	15,34	3,95	- 58,03	23,79
	1995	85,84	17,28	13,49	9,93	- 51,15	27,06
Makro	1991	—	—	—	—	—	—
	1992	112,51	45,62	39,93	1,52	- 25,43	9,14
	1993	100,06	38,94	34,25	0,69	- 26,18	10,66
	1994	107,53	37,39	33,22	1,04	- 35,87	10,98
	1995	101,91	36,85	33,10	1,78	- 30,19	11,03
Sabeco	1991	69,61	30,07	25,85	4,33	- 9,36	14,12
	1992	70,99	29,79	24,76	3,48	- 12,96	14,74
	1993	71,44	27,58	23,12	2,79	- 17,95	15,79
	1994	74,92	28,39	25,37	11,82	- 9,34	14,39
	1995	66,23	29,92	24,87	2,23	- 9,21	14,68
Simago	1991	114,98	42,31	30,88	2,52	- 39,27	11,82
	1992	121,54	51,98	38,92	1,26	- 29,39	9,38
	1993	111,46	53,86	39,7	0,24	- 17,65	9,19
	1994	118,11	51,96	38,55	0,22	- 27,40	9,47
	1995	109,73	48,76	36,52	0,20	- 24,25	9,99
Caprabo	1991	70,45	34,42	27,62	7,87	- 0,54	13,22
	1992	69,53	33,34	25,93	3,84	- 6,42	14,08
	1993	68,10	30,84	25,65	2,74	- 8,87	14,23
	1994	71,62	30,98	26,87	5,36	- 8,41	13,59
	1995	72,48	34,49	27,54	2,68	- 7,78	13,25
Cortefiel	1991	119,11	167,64	103,12	77,74	229,38	3,54
	1992	152,01	173,74	105,68	69,54	196,95	3,45
	1993	121,58	183,28	107,87	53,68	223,24	3,38
	1994	123,59	189,89	112,78	49,05	228,13	3,24

Fuentes: Registro Mercantil y elaboración propia.

CUADRO NÚM. 2
PERÍODO MEDIO DE MADURACIÓN Y SUS COMPONENTES
(En número de días)

GEDC (*)	1989	1990	1991	1992	1993	1994
<i>Períodos maduración:</i>						
De existencias de mercaderías	69	63	65	66	59	58
Período de cobro a clientes	21	25	28	26	26	24
Período de pago a proveedores	95	92	92	85	90	87
Del activo circulante neto de la explotación	- 2	0	1	6	- 1	1

(*) El agregado «grandes empresas españolas de distribución comercial» (GEDC) está formado por una muestra de las siete empresas de distribución comercial de mayor volumen de ventas en 1994, según la CBBE.

Fuentes: Central de Balances del Banco de España y elaboración propia.

CUADRO NÚM. 3
PERÍODO MEDIO DE MADURACIÓN Y SUS COMPONENTES
(En número de días)

Total empresas pequeñas	521: Com. al por menor establec. no esp.		522: Com. al por menor de alim.		524: Otro com. al por menor establec. esp.		57: Com. al por menor excepto vehículos	
	1994	1995	1994	1995	1994	1995	1994	1995
Número de empresas.....	17	17	16	16	108	108	150	150
Años	1994	1995	1994	1995	1994	1995	1994	1995
<i>Períodos maduración</i>								
De existencias de mercaderías	0	0	0	1	1	1	1	1
Período de cobro a clientes	9	10	16	16	46	50	34	37
Período de pago a proveedores	67	61	60	70	73	68	71	67
Del act. circul. neto de la explot.	- 20	- 18	0	- 9	56	61	31	34

Total empresas medianas	521: Com. al por menor establec. no esp.		524: Otro com. al por menor establec. esp.		57: Com. al por menor excepto vehículos	
	1994	1995	1994	1995	1994	1995
Número de empresas.....	12	12	10	10	26	26
Años	1994	1995	1994	1995	1994	1995
<i>Períodos maduración</i>						
De existencias de mercaderías	44	44	81	78	53	52
De existencias de PP.TT.	0	0	0	2	0	1
Período de cobro a clientes	13	13	256	252	108	105
Período de pago a proveedores	75	68	368	354	162	152
Del act. circul. neto de la explot.	- 19	- 12	49	44	9	9

Total empresas grandes	521: Com. al por menor establec. no esp.		57: Com. al por menor excepto vehículos	
	1994	1995	1994	1995
Número de empresas	13	13	16	16
Años	1994	1995	1994	1995
<i>Períodos maduración</i>				
De existencias de mercaderías	50	56	50	56
De existencias de PP.TT.	0	0	0	0
Período de cobro a clientes	17	15	16	15
Período de pago a proveedores	89	91	88	90
Del act. circul. neto de la explot.	- 15	- 13	- 15	- 12

Nota: En la CBBE no existe cobertura suficiente de empresas medianas ni grandes en el sector comercio al por menor de alimentación, ni de empresas grandes en el sector comercio al por menor en establecimientos especializados.

Fuentes: Central de Balances del Banco de España y elaboración propia.

CUADRO NÚM. 4
EVOLUCIÓN DEL COSTE FINANCIERO DE LOS RECURSOS REMUNERADOS
(Gastos financieros/recursos ajenos remunerados)
(Año 1995) (En porcentaje)

1995	521: Com. al por menor establec. no esp.	522: Com. al por menor de alim.	524: Otro com. al por menor establec. esp.	57: Com. al por menor excepto vehículos
Pequeñas	12,3	9,7	10,5	10,9
Medianas	13,1	No cobertura	14,6	13,9
Grandes	7,5	No cobertura	No cobertura	8

En porcentaje	1990	1991	1992	1993	1994
Datos de las GEDC	16,4	11	10,5	9,5	8,5 ^f

Fuentes: Central de Balances del Banco de España y elaboración propia.

CUADRO NÚM. 5
PORCENTAJE DE BENEFICIO FINANCIERO SOBRE BENEFICIO NETO

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Sabeco	48,97	46,28	110,1	88,45	96,67	91,71
Caprabo	47,57	58,64	99,01	97,22	45,01	31,28
Pryca	22,65	27,52	42,43	57,53	45,18	32,71
Continente	—	9,48	8	19	13,51	14,44

Fuentes: Registro Mercantil y elaboración propia.

Estas empresas consiguen una rentabilidad importante de sus depósitos en entidades financieras y de sus carteras de valores, relacionada directamente con la evolución de los tipos de interés. Los rendimientos de ambos tipos de inversiones financieras se reflejan en sus «elevados» ingresos financieros, que en la mayoría de los casos superan los gastos financieros, generando resultados financieros positivos (cuadro núm. 5) (5).

Se constata, además, una relación directa entre los plazos medios de pago a proveedores por las empresas distribuidoras y los tipos de interés en la UE (Roland Berger, 1995), de manera que en los períodos de tipos de interés elevados se alargan aún más tales aplazamientos. De esta forma, las empresas comerciales con excesos de liquidez consiguen elevadas rentabilidades por sus inversiones financieras, reflejadas en cuantiosos ingresos financieros, mientras que las empresas que carecen de recursos «ociosos», al retrasar deliberadamente sus pagos, pueden prescindir del crédito bancario altamente oneroso en períodos de tipos de interés elevados. El cuadro núm. 6 muestra los tipos de interés (tipos marginales de intervención del Banco de España) y los plazos medios de pago a proveedores de las empresas de distribución comercial en España. Durante 1993 se produjo una reducción de los tipos y, sin embargo, el número de días del plazo medio de pago aumentó, por lo que esa relación no es siempre tan directa, dado que, aun con dismi-

nución de tipos, a las empresas distribuidoras les interesa aplazar más sus pagos para disponer de financiación sin coste explícito para sus inversiones.

c.3) Su gestión de la cuenta de clientes

Desde una perspectiva estrictamente financiera, el saldo de la cuenta de clientes implica una necesidad de financiación; de ahí que la empresa intente controlar su evolución, teniendo en cuenta su política de crédito a clientes, condicionada muchas veces por factores externos a la propia empresa, como, por ejemplo, las prácticas habituales de crédito en el sector.

Por ello, una gestión adecuada del volumen de crédito concedido por la empresa a sus comprado-

CUADRO NÚM. 6
RELACIÓN TIPOS DE INTERÉS Y PERÍODO MEDIO DE PAGO A PROVEEDORES EN ESPAÑA

	1990	1991	1992	1993
PM pago (*) (núm. días)	89,18	94,84	87,89	103,04
Tipo de interés	14,59	13,19	12,78	10,20

(*) Período medio de pago de las 500 mayores empresas españolas de distribución comercial, según ventas totales.

Fuentes: Anuario Financiero de la Distribución, 1995, y Banco de España, Boletín Estadístico, diciembre de 1994.

res no debe centrarse únicamente en reducir el período medio de cobro a clientes, sino que debe considerar el impacto que dicha política puede generar en la rentabilidad empresarial, en términos de incremento de ventas, por ser este tipo de crédito un componente financiero de la variable «producto» de *marketing*.

Tradicionalmente, las empresas de distribución comercial han desarrollado políticas restrictivas de crédito a clientes (consumidores individuales) de forma que usualmente han venido cobrando sus ventas al contado sin conceder aplazamientos de pago a los compradores. Sin embargo, el empleo cada vez más extendido de las tarjetas de crédito, emitidas por entidades financieras o por las propias empresas de distribución, ha modificado sus políticas de cobro, siendo cada vez más habituales las ventas con pago aplazado, es decir, a crédito. Así, la práctica de concesión de créditos al consumo, principalmente a través de tarjetas de compra, por las empresas del sector minorista se está generalizando en los distintos países, como se refleja en sus períodos medios de cobro a clientes (gráfico 4).

c.4) Su gestión de inventarios

La tendencia generalizada hacia la aplicación de las técnicas *just in time* en el sector de la gran distribución comercial hace que los inventarios de este tipo de empresas se reduzcan y se aproximen al «*stock cero*». Ello se está consiguiendo gracias a la utilización de la informática en la gestión de *stocks* y a la automatización de los almacenes.

2. La diversificación del negocio hacia diferentes actividades financieras: antecedentes y situación actual

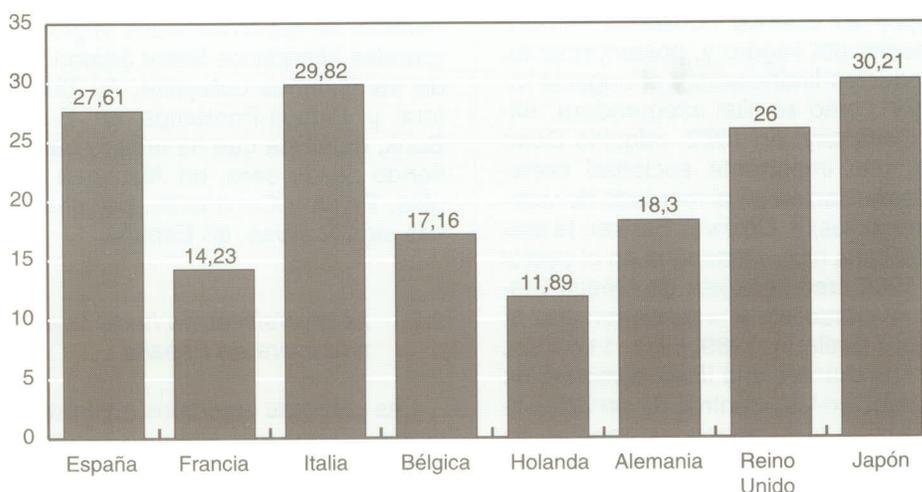
Las grandes empresas de distribución comercial desarrollan estrategias de diversificación del negocio, es decir, amplían su campo de actividad introduciéndose en «nuevas» actividades (entre otras, además de los negocios de restauración, informática, telecomunicaciones, hostelería, turismo y reparación de automóviles, destacan las actividades aseguradora y de financiación al consumo), con la finalidad de aumentar la gama de productos y servicios que ofrecen a sus clientes, cada vez más informados y exigentes, en un entorno más competitivo, para poder de este modo mantener, o incluso incrementar, su cuota de mercado.

En este sentido, inicialmente fueron los grandes almacenes los que se introdujeron en negocios financieros; si bien, más tarde, esta práctica se generalizó, siendo actualmente habitual que otras fórmulas comerciales de distribución —como los hipermercados y supermercados— desarrollen alguna de estas actividades.

2.1. Antecedentes: el caso Sears Roebuck

En primer lugar, conviene recordar que muchas de las actividades financieras que actualmente desarrollan las entidades financieras surgieron unidas a la actividad de distribución comercial. Durante el siglo pasado y en las primeras décadas de éste, en España proliferaron los comerciantes-banqueros,

GRÁFICO 4
PLAZOS MEDIOS DE COBRO A CLIENTES (EN NÚMERO DE DÍAS) DE LAS EMPRESAS DE COMERCIO AL POR MENOR EN DISTINTOS PAÍSES. PERÍODO 1982-1991



Fuente: Román (1995, pág. 100), a partir de la base de datos BACH.

que realizaban por igual, y en el mismo local, actividades comerciales y financieras. Algunos de ellos acabaron especializándose como banqueros, siendo éste el origen de buena parte de la banca regional (Cuartas, 1992) (6).

Igualmente, en aquella época, en otros países, como Cuba, algunas empresas de distribución comercial —El Encanto, entre otras— se financiaban con cargo a los salarios de los trabajadores, que quedaban en depósito en dichas empresas. Además, muchos pequeños ahorradores depositaban su dinero no en instituciones financieras, sino en comercios de prestigio que les inspiraban mayor confianza y crédito y que les garantizaban un tipo de interés más atractivo que el de los bancos. Para los comercios, esta vía de financiación resultaba más barata que la convencional de acudir al endeudamiento bancario.

En segundo lugar, el antecedente más directo de la actual actividad financiera desarrollada por las grandes empresas españolas de distribución comercial lo constituye la experiencia norteamericana: Montgomery Ward, J. C. Penney Company y Sears Roebuck & Co. Precisamente ésta se contaba entre los ejemplos mediante los cuales Chandler (1962) explicaba la aparición de la forma divisional de empresa, entre otras empresas pioneras norteamericanas, como General Motors, Du Pont y Standard Oil of New Jersey.

Antes de la primera guerra mundial, Sears era una empresa de venta por catálogo, altamente centralizada, que vendía bienes duraderos, tales como herramientas. Después de la guerra, iniciaba una expansión geográfica y de su línea de productos, incluyendo en ella productos de consumo como la vestimenta. La consecuencia más inmediata fue su cambio hacia una organización descentralizada (Milgrom y Roberts, 1992, pág. 637).

Más tarde se integró verticalmente en la fabricación, aunque en un grado limitado. Después, a partir de 1980, amplió su alcance horizontal introduciéndose en el sector del seguro y, posteriormente, en los de los productos financieros y el negocio inmobiliario. En 1981, creó su filial aseguradora: All-state Insurance Company. En 1982, adquirió Dean Witter Reynolds, una importante sociedad norteamericana de intermediación en el mercado de valores (o banco de negocios), y Coldwell Banker, la mayor agencia inmobiliaria norteamericana en el sector viviendas. Y en 1986 creó la tarjeta de crédito Discover. Quería convertirse en el «supermercado financiero» del futuro (Ballarín, 1989, págs. 117-122), suministrando a sus clientes una línea completa de productos financieros en los «centros de servicios financieros» creados en sus almacenes: tarjetas de crédito a sus clientes, concesión de créditos al consumo a éstos, transferencia electrónica de fondos, gestión de carteras de valores mobiliarios, fondos de inversión, planes de pensiones con incentivos

fiscales (*Investment Retirement Accounts*), seguros y negocio inmobiliario.

Al introducirse en dichos negocios financieros, Sears Roebuck se convertía en competidora directa de las entidades financieras, pensando que podría usar su experiencia en el comercio minorista para vender estos servicios financieros de la misma forma que los otros productos de consumo (Milgrom y Roberts, 1992, pág. 672), motivada por su buena imagen y por la fidelidad de la población norteamericana y confiando en su potencial en este sector.

Sin embargo, a raíz del descenso de sus beneficios, en 1988 inició un proceso de reestructuración financiera para equilibrar sus cuentas de resultados. Inicialmente, vendiendo la torre Sears y la división comercial de Coldwell Banker, y reorganizando la actividad de seguros, pero sin abandonar ninguna de sus cuatro principales actividades: grandes almacenes, seguros, servicios financieros e inmobiliaria. Posteriormente, en 1992, cuando su crisis se acentuaba y era «destronada» del liderazgo en el sector de la distribución americano por su competidora Wal-Mart, decidió vender sus negocios financieros para centrarse exclusivamente en el sector de la distribución. De este modo, puso fin a la estrategia de diversificación iniciada en los años ochenta. Así, al igual que otras empresas diversificadas —IBM y General Motors, entre otras—, haciendo gala del viejo dicho «zapatero a tus zapatos», Sears volvía hacia el «corazón de su negocio» (*core business*).

En otros países, algunas empresas de distribución comercial han seguido a la pionera (Sears Roebuck) en su diversificación hacia negocios financieros. Es común en este tipo de empresas utilizar campañas agresivas de *mailing* y publicidad y fuerzas de venta directa para sus productos financieros. Entre otros, son los casos de Benetton en Italia, de Marks & Spencer, Tesco, Safeway y Sainsbury (que ha solicitado recientemente constituir su propio banco) en el Reino Unido, de la cadena cooperativa de supermercados Migros en Suiza, de los grandes almacenes Seibu Saison y Mauri en Japón, de las Galeries Lafayette, Au Bon Marché, Carrefour y Pinault-Printemps en Francia, de Quelle Bank, detallista que ha creado bancos directos partiendo desde cero, en Alemania y de El Corte Inglés, Pryca y Continente, por citar algunas empresas significativas, en España.

2.2. La diversificación hacia la actividad financiera en España

Las primeras empresas españolas de distribución comercial que empezaron a ofertar productos financieros a sus clientes fueron los grandes almacenes (inicialmente, El Corte Inglés y, después, la ya desaparecida Galerías Preciados). Este tipo de empresas se ha caracterizado tradicionalmente por lle-

var a cabo estrategias de diferenciación, basadas específicamente en la prestación de un gran número de servicios adicionales al principal (venta de productos) a sus clientes, entre los que surgieron los financieros. Así apareció la tarjeta de compra como un instrumento de *marketing* que facilitaba la venta, dotando de una mayor diferenciación a los productos (la de El Corte Inglés data del año 1962 y la de Galerías Preciados de 1969).

Posteriormente, la práctica de concesión de créditos al consumo a través de las tarjetas de compra se generalizó a otras fórmulas comerciales de distribución: primero a los supermercados y después a los hipermercados y centros comerciales.

En la década de los ochenta, las empresas españolas de distribución comercial se van introduciendo en el negocio asegurador, siendo también los grandes almacenes las empresas pioneras en dichos negocios. Al principio, únicamente llevaban a cabo actividades de comercialización de seguros de otras compañías, pero pronto comenzaron a producir y vender sus propios productos aseguradores, entre los que se incluyen los fondos de pensiones. Desde fechas recientes, también los hipermercados están presentes en la actividad aseguradora.

Los *principales motivos que justifican este tipo de estrategias* de diversificación de las grandes superficies hacia «negocios financieros» pueden resumirse en los siguientes:

1.º) Los consumidores actuales valoran en mayor medida el factor «ahorro de tiempo», que precisamente explica el éxito de los hipermercados, los centros comerciales o la televenta. Las grandes empresas de distribución comercial pueden ofrecer a sus clientes servicios y productos financieros en los mismos establecimientos que el resto de productos, evitando así desplazamientos adicionales de los consumidores, que además se benefician de horarios más amplios que los de la banca.

2.º) Al no disponer de redes de sucursales, las grandes superficies con inversiones razonables en nuevas tecnologías pueden ofrecer a sus clientes servicios financieros a un coste entre un 30 y un 70 por 100 inferior al de las entidades de depósito (según estimaciones de Bain & Company España). El consumidor, cada vez más sofisticado, prefiere comprar a un precio menor y a través de métodos próximos al autoservicio. Por tanto, la especialización del sector bancario en banca empieza a tener menos valor: cada vez es más sencillo «que te compren servicios financieros *versus* tener que venderlos».

3.º) La naturaleza del negocio de detallistas y bancos converge: una importante parte de las necesidades financieras de los consumidores está íntimamente ligada con la compra de bienes y servicios a los distribuidores detallistas. De ahí que éstos emitan sus propias tarjetas de compra y/o propor-

cionen crédito a sus clientes, compitiendo, de este modo, con productos estrella de los bancos, como los supercréditos o las supercuentas, aunque de momento se limitan sólo a sus propios clientes, a sus establecimientos y a ciertos productos financieros.

4.º) Hoy día introducirse en determinados segmentos del negocio financiero no requiere el volumen de inversiones que era necesario en el modelo clásico de banca minorista, basado en la red de sucursales. Asimismo, el sector bancario no tiene demasiadas ventajas competitivas frente al detallista en el desarrollo de las nuevas formas de banca, como la banca directa, dado que unos y otros han de realizar similares inversiones. En este sentido, el rápido desarrollo de las tecnologías de la información y de las telecomunicaciones contribuye a este acercamiento.

5.º) Además, la imagen de marca conocida y de confianza de las principales empresas de distribución comercial es una ventaja competitiva que les facilita su introducción en el negocio financiero.

Por tanto, existen oportunidades atractivas para las empresas de distribución comercial en el negocio financiero al tiempo que disminuyen progresivamente las barreras y dificultades del entorno para poder aprovecharlas.

2.3. *Taxonomía de los productos financieros ofertados en la actualidad*

Entre las diversas actividades financieras y para-financieras desarrolladas por algunas empresas españolas de distribución comercial, destacan la emisión de tarjetas de compra, la concesión de créditos a clientes, la gestión de cuentas de tesorería y depósitos, la implantación de oficinas de cambios para el público, así como la realización y comercialización de seguros, fondos de inversión y de pensiones.

a) *Actividad de financiación al consumo privado: tarjetas de compra y concesión de créditos*

La actividad de financiación al consumo privado se ha generalizado en la mayoría de las grandes empresas españolas de distribución comercial. Este tipo de actividad se lleva a cabo a través de sociedades financieras —ya sean filiales de la empresa de distribución comercial (Pryca, Eroski, Continente o El Corte Inglés) o sociedades participadas por ella— mediante una división de la propia empresa o a través de acuerdos de cooperación con determinadas entidades financieras (Alcampo). A partir del 1 de enero de 1997, las entidades de financiación se han convertido en establecimientos financieros de crédito (EFC) como resultado de la transposición

de la normativa comunitaria, por lo que a partir de dicha fecha pueden realizar ciertas actividades que hasta entonces tenían prohibidas, como, por ejemplo, la ampliación del plazo de los créditos que otorgan a sus clientes, ya que la Ley de Ventas a Plazo sólo permitía a las entidades de financiación conceder créditos hasta un máximo de cuarenta y ocho meses (7).

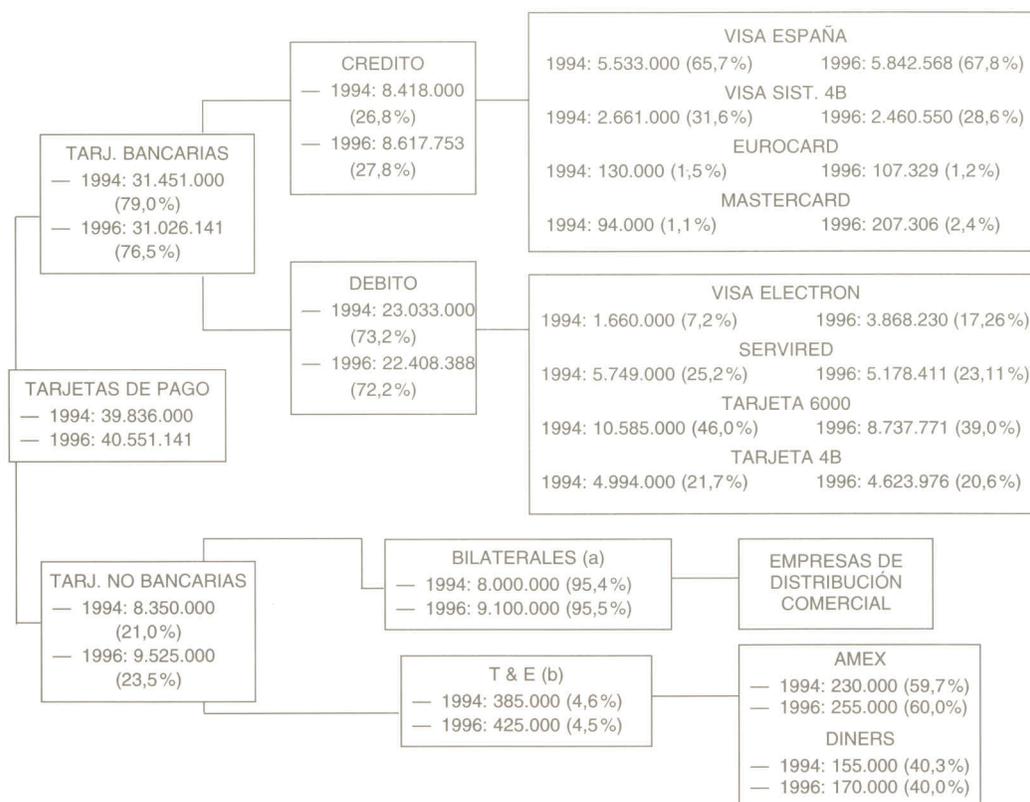
La actividad de financiación al consumo de las empresas de distribución comercial engloba, principalmente, la financiación de las ventas a plazos, la concesión de créditos mediante tarjetas de compra, los créditos rotativos o «revolventes» (*revolving credit*) e incluso, en algunos casos, la concesión de préstamos hipotecarios, como es el caso del Crédito Casa Total que empezó ofreciendo inicialmente El Corte Inglés a través de su Centro de Seguros, mediante un acuerdo con el Grupo Argentaria, y que actualmente concede a través de su propia financiera.

La mayor parte del crédito al consumo privado generado por estas empresas se centraliza a través del servicio de sus tarjetas privativas o de compra, que, en ocasiones, ofrecen líneas permanentes de

crédito o créditos rotativos. En este tipo de crédito, se parte de una limitación cuantitativa de éste que se ciñe a subperíodos concretos durante todo el tiempo de duración del contrato.

El fenómeno de las tarjetas de crédito se inicia en España precisamente a través de los grandes almacenes, que crean unas tarjetas (de compra) que se proyectan como crédito focalizado hacia la compra y obtención de servicios en establecimientos determinados, no existiendo más que una relación entre el emisor de la tarjeta —que es a la vez el establecimiento donde se puede usar— y el titular de ésta (tarjetas bilaterales) (Pérez-Serrabona y Fernández, 1993, pág. 23). Posteriormente, empresas cuyo objeto principal era la emisión y gestión de tarjetas de crédito, así como entidades financieras, fueron introduciéndose en este mercado. Durante el período que media entre 1989 y 1996, en España se ha incrementado considerablemente la utilización de las tarjetas de crédito como medio de pago, y dentro de éstas, durante los dos últimos años, son precisamente las tarjetas bilaterales, de las empresas distribuidoras principalmente, las que han contribuido a dicho incremento (gráfico 5).

GRÁFICO 5
NÚMERO DE TARJETAS DE PAGO EMITIDAS EN ESPAÑA. AÑOS 1994 Y 1996



(a) Se trata de un dato estimado por referirse a tarjetas privadas.

(b) Tarjetas de viaje y ocio (Travel and Entertainment).

Fuente: Sociedad Española de Medios de Pago (SEMP).

Las tarjetas de compra, o tarjetas privativas creadas por las empresas de distribución comercial, se emiten con la finalidad de captar un mayor número de clientes, ya que facilitan el pago de las compras realizadas o de los servicios prestados admitiendo la simplificación de dicho pago y permitiendo un aplazamiento en su desembolso. Constituyen un poderoso instrumento de *marketing* comercial que motiva una mayor fidelidad de los clientes al darles la posibilidad de formar parte de una especie de club de privilegiados y al ampliar su capacidad de compra. Es frecuente que ofrezcan una amplia gama de bienes y servicios adicionales a los titulares (promociones y descuentos especiales, cheques regalo, prioridad en las rebajas, envío de la revista de la entidad, aparcamiento gratuito e incluso un seguro de pérdida o robo de la tarjeta).

Este tipo de tarjetas suele comportar una cierta

concesión de crédito al admitir el fraccionamiento y los aplazamientos del pago. El tipo de interés medio que aplican a tales créditos varía de unas empresas a otras, así como los aplazamientos de pago que ofrecen y los límites de crédito, aunque en ningún caso es inferior a 100.000 pesetas.

Actualmente, la utilización de la tarjeta por parte de los clientes de las empresas de distribución comercial es un fenómeno muy extendido en España; por ello, la mayoría de los grandes grupos ya disponen de su propia tarjeta. Así, a las más antiguas —como las de El Corte Inglés, la ya desaparecida de Galerías Preciados y la de Cortefiel— se han sumado las de Pryca, Alcampo, Continente y Eroski y las más recientes como Zara, FNAC, Toys'r'us, la central de compras IFA y la Asociación de Comerciantes Valencianos CentroTiendas (cuadro número 7).

CUADRO NÚM. 7
PRINCIPALES TARJETAS PRIVADAS

	Fecha de creación	Número de tarjetas (a) (o titulares) 1994	Número de tarjetas (b) (o titulares) 1996	Venta a través de la tarjeta 1994 (mill. ptas.)	Utilización media 1994	Entidad gestora
El Corte Inglés	1962	2.500.000	4.100.000 tit.	600.000 (60% de su facturación)	70%	El Corte Inglés (b)
Pryca	n.d.	1.200.000 185.000 tit	300.000 tit.	12.000 (2,31% de la facturación)	n.d.	Financiera Pryca
Continente	1990	1.000.000	400.000 tit.			Finaconsa
Mercadona	nov. 1986	300.000 tit.	360.000 tit.	22.800 (12% de su facturación)	42%	Mercadona
Alcampo	1992	80.000 tit.	500.000 tit.	n.d.	n.d.	Finanmersa (BCH)
Cortefiel, Ikea, Springfield, Crisol, Marks & Spencer	n.d.	n.d.	1.770.000 tit.	n.d.	n.d.	n.d.
— Cortefiel	1979	1.200.000	n.d.	(45% de su facturación)	n.d.	Santander de tarjetas
Eroski, Zara, Massimo Dutti, Pull & Bear, FNAC	n.d.	n.d.	900.000 tit.	n.d.	n.d.	n.d.
— Eroski	n.d.	100.000 tit.	250.000 tit.	30.000 (15% de la facturación)	n.d.	Finanzia (BBV)
— Grupo Inditex (Zara)	n.d.	300.000 tit.	n.d.	(7% de su facturación) 15% en agosto 1995 (15.000)	n.d.	Finanzia (BBV)
— FNAC	n.d.	11.000 tit.	n.d.	n.d.	n.d.	Cofigasa (BCH)
Tien21, Muebles La Fábrica, Merkamueble	n.d.	n.d.	600.000 tit.	n.d.	n.d.	n.d.
CentroTiendas	1996	n.d.	180.000 tit.	n.d.	n.d.	Banco Popular

(a) Es preciso señalar la diferencia entre el número de tarjetas y el número de cuentas (o titulares), ya que es normal que sea el cabeza de familia el titular de la tarjeta y que solicite otras para su cónyuge o sus hijos, existiendo a veces hasta un total de nueve tarjetas pertenecientes a una sola cuenta.

(b) A partir del año 1996, la tarjeta de esta entidad se gestiona por su filial Financiera El Corte Inglés.

Fuente: Elaboración propia a partir de los informes de gestión anuales y 4B.

b) *Cuentas de tesorería y depósitos*

Algunas grandes empresas de distribución comercial mantienen cuentas de tesorería con sus empleados, a modo de depósitos remunerados a tipo de mercado, y tienen domiciliadas las nóminas de sus trabajadores (a 28 de febrero de 1996, el saldo de las cuentas corrientes mantenidas por los trabajadores de El Corte Inglés durante el año 1995 ascendía a 19.784 millones de pesetas, frente a 15.506 del ejercicio anterior). De este modo, estas empresas disponen de unos recursos ajenos seguros y a más bajo coste que los ofrecidos por el mercado financiero. A su vez, les garantizan un mercado cautivo con sus propios empleados, a quienes también conceden la posibilidad de acceder a créditos de bajo coste, amén de descuentos en las compras realizadas en sus establecimientos.

En ocasiones, el sueldo de los trabajadores queda en depósito en la empresa, en cuentas existentes al efecto, de las que el trabajador dispone según sus necesidades mediante talón o por extracción en un cajero automático propio instalado en cada centro y por cuyo saldo medio percibe una remuneración atractiva. Los ahorros acumulados por el empleado y depositados en la propia empresa son disponibles en su integridad, y en cualquier momento, por el titular de la cuenta.

Algunas empresas han establecido acuerdos con entidades financieras para permitirles instalar cajeros automáticos en sus establecimientos, ofreciendo, de este modo, a sus clientes, la posibilidad de efectuar ciertas operaciones bancarias en ellos. Incluso otras poseen participaciones en bancos, como, por ejemplo, la cadena Zara, que participa en el capital del Banco 21.

c) *Producción y/o comercialización de seguros y fondos de pensiones*

El negocio asegurador desarrollado por las empresas de distribución comercial empieza a ser bastante frecuente en España. Inicialmente, se introdujeron en dicho negocio los grandes almacenes; éstos llevaban a cabo exclusivamente actividades de comercialización de seguros de otras compañías. Más adelante, comenzaron a producir y vender sus propios productos aseguradores. Más recientemente, los mismos hipermercados también están presentes en la actividad aseguradora.

A partir de 1992, cuando entró en vigor la Ley de Distribución del Seguro, se permitió que las entidades financieras y los grandes almacenes vendieran seguros por cuenta propia, compitiendo, de este modo, directamente con los agentes y corredores de seguros. Hasta entonces, sólo podían vender seguros por cuenta ajena, a través de una agencia de seguros o, como El Corte Inglés, mediante una correduría propia.

Para comercializar productos de otras empresas aseguradoras o financieras es habitual que las grandes empresas de distribución comercial establezcan acuerdos de colaboración con ellas.

2.4. *Hacia la integración de actividades con las entidades financieras*

Las estrategias de diversificación de las grandes empresas españolas de distribución comercial hacia el negocio financiero son relativamente recientes. Por tanto, predecir el futuro de la actividad financiera desarrollada por estas empresas, todavía en fase incipiente, es un ejercicio arriesgado de previsión.

En España, la empresa que más experiencia tiene en el citado negocio es El Corte Inglés, si bien todavía está iniciándose en muchas de las facetas incluidas dentro de aquél. Hasta ahora, su trayectoria en el negocio financiero, llevado a cabo principalmente por sus filiales aseguradoras y financiera, ha sido bastante favorable (la Financiera El Corte Inglés ocupa la primera posición en el *ranking* de entidades de financiación españolas por volumen de facturación, con una cuota de mercado del 26 por 100). Por ello, esta empresa continúa introduciéndose en actividades financieras, si bien, en muchos casos, en colaboración con entidades financieras conocedoras de este negocio.

Las estrategias de diversificación hacia negocios no relacionados con la actividad principal de la empresa, y por tanto «desconocidos» para ésta, son muy arriesgadas. Por ello, las empresas deben tener presente la vía de desarrollo alternativa a los crecimientos interno y externo «tradicionales», y es la que se basa en los acuerdos y alianzas de cooperación entre empresas. Así, las empresas de distribución comercial tienden a desarrollar el negocio financiero estableciendo acuerdos cooperativos con otras empresas que conozcan y tengan experiencia en dicho negocio, como las entidades financieras.

Los acuerdos de colaboración entre las entidades financieras y las empresas de distribución comercial se producen, principalmente, para que estas últimas comercialicen los productos de las primeras a través de sus establecimientos comerciales tanto en relación con la gestión de las tarjetas de compra de las empresas de distribución comercial como con la posibilidad de usar las tarjetas bancarias como medio de pago en los establecimientos comerciales. Incluso en algunos casos existen acuerdos entre empresas de distribución comercial y entidades financieras para desarrollar actividades conjuntas en otros negocios, como, por ejemplo, el negocio de la distribución de carburantes, o para que alguna empresa de distribución comercial colabore en alguna campaña promocional de una entidad financiera.

Del mismo modo, las estrategias desarrolladas

por las entidades de depósito estadounidenses, y posteriormente por las británicas, basadas en situar cajeros automáticos en las grandes empresas de distribución comercial —que después se han convertido en reducidas oficinas bancarias «superespecializadas», principalmente en la actividad crediticia para el consumo—, constituyen un antecedente que las entidades financieras españolas comienzan a considerar. De hecho, en España ya existen oficinas bancarias en centros comerciales (por ejemplo, Nat West y Argentaria) y en hipermercados (como es el caso del Banco Santander) y se empieza a estudiar la posibilidad de otorgarles franquicias bancarias.

En definitiva, las nuevas tecnologías permiten a las entidades financieras utilizar al comercio como canal de distribución instalando cajeros automáticos o a través de la banca telefónica. Para los consumidores actuales, el tiempo es un recurso escaso cuya utilización tratan de optimizar; por lo que ser clientes de una gran superficie y a la vez de una entidad financiera «asociada» a ésta les puede proporcionar ventajas derivadas del ahorro de desplazamientos adicionales y de los amplios horarios de apertura de las empresas de distribución comercial.

El sector de la distribución comercial constituye, además, un mercado potencial muy importante para los grupos financieros, que pueden ofrecer una amplia gama de productos y servicios bancarios, entre los que figuran la gestión de los medios de cobro, ya sean tarjetas o créditos al consumo (el 81,7 por 100 de los comercios admiten medios de cobro distintos al efectivo, y la mitad de estos comercios financian sus créditos asumiendo ellos mismos el riesgo, Luna *et al.*, 1996), o la gestión integral de sus *stocks* y proveedores.

Por otra parte, la presencia de entidades financieras en el capital de las grandes empresas de distribución comercial es cada vez más frecuente. Algunos bancos y cajas de ahorros participan en centros comerciales, así como en cadenas españolas de hipermercados, de supermercados y en los grandes almacenes. Es una estrategia común de algunos grupos financieros que participan en este sector reducir su participación en la empresa distribuidora española y, al propio tiempo, aumentar su control sobre la matriz extranjera.

III. UNA CARACTERIZACIÓN DE LOS MODELOS DE COMPORTAMIENTO FINANCIERO DE LAS GRANDES EMPRESAS DE DISTRIBUCIÓN COMERCIAL ESPAÑOLAS DURANTE EL PERÍODO 1989-1995

En este apartado se pretende caracterizar un modelo global explicativo de las diversas actividades fi-

nancieras desarrolladas por las grandes empresas de distribución comercial españolas. En primer término, se exponen las hipótesis a contrastar; en segundo lugar, se comentan los modelos econométricos empleados en las estimaciones y después se explican las conclusiones de los modelos, y en tercer término, se validan y evalúan los modelos en términos de su capacidad predictiva de futuros comportamientos.

1. Una propuesta de modelo de comportamiento financiero para las grandes empresas de distribución comercial en España

El modelo global de comportamiento financiero de las grandes empresas de distribución comercial españolas, que se pretende contrastar, se fundamenta sobre una serie de hipótesis de interrelaciones entre variables, cuyo esquema se expone en el gráfico 6, que reflejan las consideraciones teóricas expuestas anteriormente.

Las grandes empresas de distribución comercial pueden empezar a desarrollar distintas facetas del negocio financiero, incluyendo la concesión de financiación al consumo privado, a medida que alcanzan una dimensión relativa empresarial determinada («masa crítica»). El proceso actual de concentración del sector contribuye al incremento de dicho tamaño relativo, así como al de su poder de mercado y de negociación frente a sus proveedores, de los que consiguen mayores aplazamientos de pago.

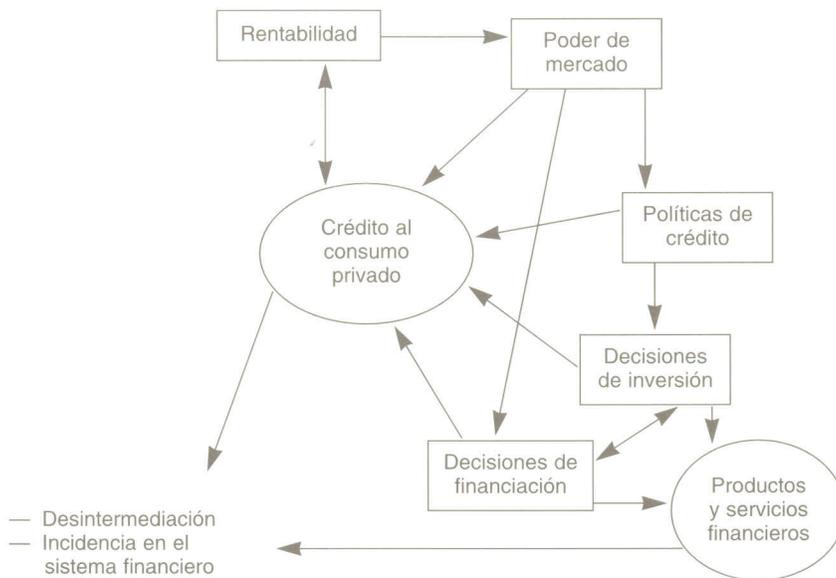
De este modo, el poder de mercado de las grandes empresas de distribución comercial condiciona sus políticas de crédito y sus decisiones de inversión y de financiación. Más concretamente, financian su expansión con los créditos de provisión, los cuales, al propio tiempo, les permiten llevar a cabo «inversiones crediticias», esto es, conceder créditos al consumo que estimulan sus ventas.

Igualmente, sus activos financieros (tesorería e inversiones financieras temporales, principalmente) superan los considerados «necesarios». A su vez, la rentabilidad de sus inversiones se sitúa por encima de su coste del capital, calculado como media ponderada del coste aparente de sus recursos ajenos (con y sin coste explícito) y del coste de sus recursos propios.

Sus políticas de autofinanciación y de financiación sin coste explícito condicionan sus saldos de «clientes» y los posibles medios de pago o tarjetas de compra que emiten —reflejos ambos de sus decisiones de crédito al consumo— y posibilitan sus estrategias de diversificación hacia la producción y comercialización de productos y servicios financieros.

De esta forma, el crédito al consumo es un tipo de inversión que se interrelaciona con las políticas de financiación de estas empresas, condiciona su ren-

GRÁFICO 6
INTERRELACIONES ENTRE LAS VARIABLES EXPLICATIVAS
DEL COMPORTAMIENTO FINANCIERO DE LAS GRANDES EMPRESAS
DE DISTRIBUCIÓN COMERCIAL



Fuente: Elaboración propia.

tabilidad e incide en el proceso actual de desintermediación de las entidades de depósito. Finalmente, el ciclo de interrelaciones se completa con el efecto que produce la rentabilidad de estas empresas —vía crecimiento sostenible, *ratio* de endeudamiento y margen sobre ventas— sobre el continuo incremento de su poder de mercado y con la relación recíproca entre su rentabilidad y sus políticas de crédito al consumo, dado que son las empresas más rentables las que pueden desarrollar este tipo de políticas.

2. Contrastaciones del modelo

Las interrelaciones del modelo propuesto se concretan en modelos econométricos de regresión lineal y de respuesta cualitativa (véase Anexo, punto B). Tales modelos identifican qué variables independientes explican una variable dependiente (actividad financiera) sobre una base de información económico-financiera de una muestra representativa de las empresas españolas del sector de la distribución comercial (expuesta en Anexo, punto A).

Los modelos econométricos de respuesta cualitativa o de elección discreta se caracterizan porque la variable dependiente es discreta y cualitativa. Hemos utilizado los modelos de probabilidad lineal (MPL), *logit* y *probit*, que son de elección binaria, ya que el fenómeno a explicar tiene dos alternativas (desarrollar actividad financiera o no).

Finalmente, la definición de la variable a explicar y de las variables inicialmente identificadas como explicativas de la actividad financiera de las grandes empresas de distribución comercial españolas se exponen en Anexo, punto C. La lista inicial de variables consideradas potencialmente explicativas de la actividad financiera de las empresas de distribución comercial se compone de cinco agregados:

La primera categoría de variables explicativas recoge las que representan el poder de mercado y la dimensión relativa empresarial. Las variables del segundo grupo tratan de reflejar aspectos relacionados con las políticas de crédito de las empresas que desarrollan actividad financiera. Aquí se incluyen *ratios* de actividad y gestión empresarial, como su período medio de tesorería (superior al necesario); de estructura económica, como su proporción de activos financieros a corto plazo respecto del total de activo circulante, y de rentabilidad derivada de tales políticas de crédito (rentabilidad de los créditos concedidos). El tercer grupo de variables se refiere a las decisiones de inversión de las empresas, sintetizando sus inversiones financieras, las inversiones financiadas con cargo a proveedores, así como la relación entre la rentabilidad de las inversiones y el coste aparente de los recursos ajenos. Las decisiones de financiación se engloban en el cuarto agregado de variables explicativas, evidenciando la financiación sin coste explícito, las políticas de autofinanciación y la solvencia a corto y largo plazo de este tipo de empresas. Finalmente, algunos indica-

dores que miden la rentabilidad se integran en un quinto y último agregado.

3. Conclusiones de las contrastaciones

A partir del *modelo de regresión lineal*, estimado por mínimos cuadrados, se interpreta que las empresas españolas de distribución comercial que deciden desarrollar actividades financieras distintas de su propia actividad comercial son aquellas que poseen un gran poder de mercado y de negociación frente a sus proveedores, lo cual se refleja en el efecto positivo que la variable explicativa proveedores/ventas (PROVENT) tiene sobre la variable dependiente. Además, a pesar de poseer un importante volumen de financiación sin coste explícito a corto plazo, su activo circulante supera su pasivo a corto plazo, según indica la contribución positiva de la variable independiente activo circulante/pasivo circulante (FOMANI) para la explicación y/o predicción de la actividad financiera. Ello se debe, por una parte, a que su volumen de deudas a corto plazo con coste explícito es muy reducido, y por otra, a que la financiación de proveedores les permite disponer de liquidez que rentabilizan en inversiones financieras y/o crediticias (concretamente, mediante la concesión de créditos para el consumo privado). Es decir, sus créditos de provisión son precisamente los que les facilitan unos elevados recursos ajenos sin coste explícito que les permiten desarrollar actividades financieras.

Finalmente, la tercera variable explicativa —BAII/ventas (MAEXPL)— de la actividad financiera informa que las empresas que deciden introducirse en este tipo de actividades poseen una posición comercial favorable frente a sus clientes, lo cual probablemente les conduzca a elevadas rentabilidades económicas o de su actividad comercial (recuérdese la desagregación de la *ratio* rentabilidad económica en el producto del margen por la rotación: $ROI = (Vtas/AT) \times (BAII/Vtas)$). Por lo que serán empresas rentables en su negocio habitual (distribución) las que decidan desarrollar otro tipo de actividades (las financieras) diferentes de su propia actividad.

La estimación del *modelo de probabilidad lineal* (MPL) por mínimos cuadrados conduce prácticamente a los mismos resultados que el modelo de regresión con variable dependiente continua en cuanto a las variables explicativas. Difiere únicamente en la variable que refleja el poder de mercado de las empresas españolas que deciden introducirse en actividades financieras. En el MPL se sustituye la variable proveedores/ventas (PROVENT) por la de cuota de mercado (= ventas de la empresa/ventas del sector total) (QUOTA), también indicativa del poder de mercado de las empresas, así como de su tamaño relativo, dado que se trata de empresas de gran dimensión.

A partir de los *modelos logit y probit*, estimados a partir de las observaciones muestrales, se interpreta, al igual que a partir del MPL, que las empresas de distribución que deciden desarrollar actividad financiera son aquellas que poseen una mayor cuota de mercado (QUOTA), que refleja su poder de mercado y de negociación frente a sus proveedores. Igualmente, el relevante peso que tienen sus activos circulantes (FOMANI) pone de manifiesto la disponibilidad de unos elevados recursos que emplean en desarrollar actividades financieras: inversiones financieras en los mercados de capitales y concesión de créditos al consumo privado, principalmente.

Además, estas empresas obtienen una rentabilidad económica elevada que se deriva de su posición comercial favorable (MAEXPL), lo que les permite introducirse en negocios financieros distintos de su actividad comercial.

4. Contrastes de la capacidad predictiva del modelo

La carencia de informaciones individuales de estas empresas en determinados años no permite validar los modelos estimados mediante el contraste de su capacidad explicativa, consistencia y alcance sobre una muestra secundaria. Sin embargo, en el siguiente epígrafe, se realizará un contraste de su eficiencia a partir de una serie temporal de siete años (período 1989-1995) del agregado de grandes empresas españolas de distribución comercial, según la base de datos de la CBBE. En el período 1994-1995 se contrastarán, además, las posibles diferencias de comportamiento entre las grandes y pequeñas empresas del sector.

4.1. Base de datos

El agregado «grandes empresas españolas de distribución comercial» para los años 1990-94 está formado por una muestra de siete empresas cuya actividad principal es la distribución comercial y que son comunes a las bases de datos 1990, 1991, 1992, 1993 y 1994 de la CBBE. Según una relación de las doce empresas de mayor volumen de ventas del sector en 1994 (8), la facturación de cada una de estas siete empresas superó los 50.000 millones de pesetas en el ejercicio 1994. Para los ejercicios 1994 y 1995, se dispone de la muestra completa de las empresas del sector «distribución comercial», desagregada por tamaños.

La Central de Balances somete la información facilitada por las empresas a un tratamiento o proceso de depuración en contacto directo con cada una de dichas empresas. Estas pruebas se clasifican en pruebas de coherencia interna —es decir, coherencia de la empresa consigo misma— y de coherencia externa, en tanto que aplica los mismos criterios contables a todas las empresas, para facilitar la

agregación de todas ellas y, en definitiva, dotar de validez analítica al resultado de la agregación (Banco de España, 1995).

Las siete grandes empresas de distribución comercial que forman el agregado, en 1994, aportaron un 3,43 por 100 al VABcf del total de empresas no financieras (según los datos de la CBBE, cuadro número 8); en tanto que las dieciséis empresas que forman dicho agregado de grandes empresas aportaron, en 1995, un 5,27 por 100 al VABcf del total de empresas no financieras. Dicho porcentaje tan sólo se incrementa en cuatro décimas cuando se incluye a la totalidad de empresas de distribución comercial según la CBBE (cuadro núm. 8).

4.2. Validación del modelo y evaluación de su capacidad predictiva

Partiendo de la información agregada del gran sector de la distribución comercial, se han estimado las variables dependientes de los distintos modelos explicativos de la actividad financiera desarrollada por algunas empresas del sector: de regresión li-

neal, de probabilidad lineal, *logit* y *probit*, todos los cuales se han comentado en epígrafes previos.

Sabiendo que la variable dependiente (ACTFIN) mide la actividad financiera desarrollada por las empresas de distribución comercial, mediante un índice continuo resultados financieros/ventas netas, y que la variable dicotómica a explicar en los modelos de respuesta cualitativa (DISACTFI) toma valor 1 si la empresa desarrolla actividad financiera y 0 en otro caso; con los datos del agregado de grandes empresas del sector, la variable continua adquiere valores positivos y las variables discretas superiores a 0,5 durante todo el período analizado (1990-1996) (9), por lo que podemos concluir que las grandes empresas españolas de distribución comercial han estado desarrollando una actividad financiera distinta de su propia actividad comercial durante los años 1990-95 y previsiblemente durante 1996, según el valor estimado para dicho ejercicio (Anexo, punto E). Es decir, en estas empresas se dan las características de poder de mercado, estructura económico-financiera y resultados propias de aquellas empresas del sector que se introducen en dicha actividad financiera.

CUADRO NÚM. 8
VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES
(Miles de millones de pesetas y porcentaje)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
VABcf de grandes empresas distribución comercial (7 empresas) ..	213,591	251,585	288,563	303,788	308,765	321,068
Porcentaje VABcf de grandes empresas distrib. s/ VABcf de empresas no financ. según CBBE ..	2,4815	2,7626	3,0350	3,1110	3,3073	3,4246
Porcentaje VABcf de grandes empresas distrib. s/ VABcf de empresas no financieras y familias ..	0,5918	0,6288	0,6610	0,6593	0,6421	0,6308

	Pequeñas		Medianas		Grandes	
	1994	1995	1994	1995	1994	1995
521: Comercio al por menor establecimientos no especializados ..	1,897	2,051	8,619	8,744	459,832	499,975
522: Comercio al por menor de alimentación ..	1,056	1,080	No cobert.	No cobert.	No cobert.	No cobert.
524: Otro comercio al por menor establecimientos especializados ...	8,717	9,684	12,454	12,600	No cobert.	No cobert.
57: Comercio al por menor (excluidos vehículos) ..	12,368	13,571	24,098	24,649	408,658	530,817

	1994		1995	
	Pequeñas	Medianas	Grandes	Total
Porcentaje de VABcf de comercio al por menor sobre VABcf empresas no financieras según CBBE ..	1,52	1,59	5,27	5,67

Fuentes: Banco de España, Central de Balances y Cuentas Financieras de la Economía Española (1985-1994), y elaboración propia.

IV. ALGUNOS EFECTOS DE LAS DECISIONES FINANCIERAS DE LAS GRANDES EMPRESAS DE DISTRIBUCIÓN COMERCIAL SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO, LA POLÍTICA MONETARIA Y EL CONTROL DE LA INFLACIÓN

1. Actuaciones de las grandes empresas de distribución comercial que inciden en los procesos de desintermediación financiera

Existe una creciente incidencia de las decisiones financieras de las grandes empresas de distribución comercial sobre el sistema financiero, ya que participan, en cierta medida, en el proceso actual de desintermediación financiera. Este tipo de empresas asume ciertas funciones tradicionales de los intermediarios financieros al prescindir de dichos servicios de intermediación e incluso llegar a actuar ellas mismas como verdaderos intermediarios financieros canalizando el ahorro hacia la inversión.

Fenómenos como la liberalización e innovación financieras; el avance tecnológico de la información y las comunicaciones, que han facilitado la mundialización de la economía y la internacionalización de las entidades bancarias; la mayor experiencia y conocimientos económicos y financieros de los agentes económicos; el desarrollo de mercados financieros alternativos a los bancarios tradicionales, así como la armonización de las políticas monetarias y financieras nacionales, han acelerado el proceso de desintermediación.

a) *Financiación comercial de proveedores*

Las grandes empresas de distribución comercial prácticamente no tienen necesidad de acudir al sistema financiero para obtener fondos. La dilación de los pagos en sus compras empresariales y su gestión de tesorería les evitan, principalmente, acudir al descuento comercial como fuente de financiación a corto plazo, con lo cual sustituyen «las deudas a corto plazo con entidades de crédito» (recursos financieros a corto plazo con coste explícito) por «el crédito comercial de proveedores» (recursos financieros a corto plazo sin coste explícito) en sus estructuras financieras. Prescinden, de este modo, de la necesidad de «captar ahorro» mediante el aplazamiento del pago a sus proveedores utilizando sus propios gastos diferidos como vía transitoria de financiación. Por tanto, en este caso, lo que se «desintermedia» propiamente es el descuento comercial o las actividades de *factoring* realizadas por entidades financieras de depósito o entidades financieras vinculadas a grupos bancarios.

El fenómeno del crédito comercial implica la existencia de un «intrasistema financiero» en el aparato productivo, en el que las empresas, mediante este

tipo de financiación, se suministran y redistribuyen los recursos actuando como auténticos intermediarios financieros. El papel de los tipos de interés como asignadores de recursos queda, en última instancia, distorsionado por la actuación empresarial, siendo el nuevo «criterio asignador» el «poder de mercado» de las empresas.

Existen factores estructurales que condicionan las dimensiones del crédito comercial (Campos, 1986): el precio unitario del artículo objeto de venta (a mayor precio, mayor dimensión del crédito comercial), el poder de un sector sobre sus proveedores o clientes, así como la mayor orientación del sistema financiero hacia el productor *versus* el comprador.

En el sector de la distribución comercial española, el peso de este tipo de financiación comercial, y por tanto «extrabancaria», de los proveedores a las empresas comerciales, en el conjunto de la economía nacional, se hace evidente en el porcentaje que representaban sobre el saldo de pasivos financieros totales en el período 1992-1995 (cuadro núm. 9). La estabilidad de los porcentajes en la «serie» temporal analizada abunda en el carácter estructural del fenómeno. El porcentaje del crédito comercial suministrado por proveedores, respecto del total de pasivos financieros anuales medios, proporciona un indicador del grado de sustitución, en este tipo de empresas, de la financiación bancaria a corto plazo por este tipo de créditos de provisión y, por tanto, de su incidencia sobre la demanda de dinero de las empresas.

b) *Financiación del consumo privado*

Las grandes empresas de distribución comercial no sólo prescinden de los servicios de intermediación desarrollados tradicionalmente por las entidades financieras, sino que incluso llegan a actuar ellas mismas como verdaderos intermediarios, «canalizando» sus propios gastos diferidos, como consecuencia de su gestión del capital circulante, hacia la inversión de las unidades económicas con déficit —especialmente familias—, compitiendo con las entidades financieras en la captación de operaciones de activo. El mecanismo del aplazamiento de los pagos redundará en un incremento de su disponibilidad a corto plazo que utilizan para la concesión de créditos al consumo privado.

La Ley de Crédito al Consumo, 7/1995, de 25 de mayo, regula la financiación al consumo en España, siendo aplicable únicamente para préstamos a personas físicas, no jurídicas, cuyas cuantías oscilen entre 25.000 y 3.000.000 de pesetas, así como para aquellos que tengan un plazo de vencimiento inferior a tres meses o a un año si el pago se realiza en cuatro plazos. Por tanto, los créditos concedidos por las grandes empresas de distribución comercial, tradicionalmente no regulados, deben cumplir los

CUADRO NÚM. 9
IMPORTANCIA DEL CRÉDITO COMERCIAL DE PROVEEDORES (RECIBIDO)

	Años	Crédito comercial (proveedor) recibido (miles de millones)	Créditos de entidades de crédito (miles de millones)	Porcentaje crédito comercial recibido		Porcentaje créditos de entidades de crédito	
				s/pasivos financier. totales	s/ Crédito comerc. emp. no financier.	s/pasivos financier. totales	s/ Crédito bancario emp. no financier.
Total empresas no financieras (BE/CB)	1992	6.359,0	7.491,3	15,45	100,0	17,51	100,0
	1993	6.709,1	7.202,8	13,64	100,0	14,33	100,0
	1994	6.469,9	7.048,0	14,83	100,0	14,87	100,0
	1995	6.059,1	6.486,6	13,48	100,0	16,66	100,0
Total empr. distrib. comercial	1992	815,1	94,6	1,98	12,81	0,22	1,31
	1993	769,2	40,9	1,56	11,46	0,08	0,58
	1994	850,6	47,2	1,95	13,15	0,11	0,73
	1995	962,2	67,2	2,14	15,88	0,15	0,90
50 primeras empr. distrib. comercial	1992	532,7	35,6	1,30	8,37	0,08	0,49
	1993	582,7	14,4	1,18	8,68	0,02	0,20
	1994	753,9	35,1	1,73	11,65	0,08	0,54
	1995	868,4	54,4	1,93	14,33	0,12	0,72

Fuentes: Banco de España, Central de Balances; Registro Mercantil y elaboración propia.

requisitos de transparencia exigidos por esta nueva ley.

De ahí que la competencia en el sector financiero se ejerza no sólo entre entidades financieras, sino entre distintas unidades económicas que «producen» transferencias intertemporales de recursos. Por ello, la práctica bancaria convencional compite, como forma de organización económica, con actividades dotadas de un menor grado de intermediación (Arruñada, 1990, pág. 24).

Además, el mercado de productos y servicios financieros es «contestable», es decir, se pueden soslayar sus barreras de entrada por la difusión de la tecnología y la inexistencia de «costes hundidos», y pese a que existan economías de escala, la dilación entre el traslado de los posibles menores costes a los precios favorece la emergencia de nuevos competidores. Por ejemplo, en el segmento del crédito al consumo, el número de participantes incluye a empresas productoras y distribuidoras de bienes de consumo duradero y a grandes empresas de distribución comercial, lo que constituye una amenaza potencial que puede imponer cierta disciplina en el funcionamiento de este segmento del mercado financiero (Durán, 1988, pág. 56).

⁴Las grandes empresas de distribución comercial proporcionan una financiación alternativa a la ofrecida por las entidades financieras y, en ocasiones, más barata que la de los bancos a sus clientes y de una forma más rápida, e incluso «automática», a través de las tarjetas de crédito.

Unas y otras compiten entre sí en el mercado de las tarjetas de crédito, en el que tienen un elevado poder y potencial las empresas comerciales, dado

que pueden usar sus propios productos o servicios como incentivos para captar nuevos titulares de tarjetas, al tiempo que sus costes de tarjetas son más reducidos, están menos reguladas que las entidades financieras y a menudo tienen acceso a fondos más baratos. Por ello, frecuentemente pueden ofrecer un tipo de interés más reducido en sus préstamos e incluso conceder créditos a noventa días sin intereses mediante sus tarjetas de compra. Al estar mucho menos reguladas, precisan comprometer menos recursos propios en dicha financiación, por lo que su coste del capital propio suele ser menor que el de las entidades bancarias.

Las empresas de distribución comercial no están sometidas a ningún tipo de coeficiente de caja ni de reservas mínimas de otro tipo y pueden captar recursos financieros directamente en el mercado, lo cual les coloca en ventaja frente a sus «competidores financieros». Si bien algunas empresas comerciales desarrollan sus actividades financieras a través de «establecimientos financieros de crédito» (EFC) que, por su condición de entidades de crédito, sí están sujetas a la regulación de solvencia de las entidades financieras (10). La única diferencia entre los EFC y las entidades de depósito es en relación a su financiación, ya que no pueden captar depósitos, aunque sí pueden titular sus activos con sujeción a la normativa general reguladora de los fondos de titulización (Reglamento que desarrolla la Ley 3/1994, de 14 de abril, de adaptación de la legislación española a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria).

Las empresas comerciales que disponen de EFC pueden desarrollar a través de éstas diversas operaciones de activo: conceder préstamos al consu-

mo, créditos hipotecarios y financiación de transacciones comerciales, *factoring*, arrendamiento financiero, emisión y gestión de tarjetas de crédito, concesión de avales y garantías, además de otras actividades accesorias que sean necesarias para «un mejor desempeño de su actividad».

Igualmente, la mayor amplitud y flexibilidad de horarios para prestar servicios financieros, disponible en las empresas comerciales, constituye otra ventaja competitiva frente a las entidades financieras, con horarios de apertura tradicionalmente limitados o restringidos a ciertas operaciones.

En el mercado de tarjetas de crédito, los titulares de tarjetas son también fuertes consumidores potenciales de otros productos financieros —como los seguros y los fondos de inversión y de pensiones— que pueden ofrecer las grandes empresas de distribución comercial; éstas emplean frecuentemente unos métodos de venta tan modernos como los de los bancos, basados en el uso de tecnología avanzada de los sistemas de información y de telecomunicaciones. Incluso en algunos países se introducen en el negocio de los medios de pago creando cajeros automáticos propios.

Las empresas de distribución comercial financian el consumo privado, bien directamente mediante aplazamientos de sus cobros o bien a través de los créditos implícitos de las ventas otorgados a través de sus propias tarjetas. En los siguientes apartados se comentarán diversas aproximaciones complementarias a la cuantificación de la importancia relativa de los créditos otorgados por estas empresas para financiar el consumo privado, que nos indican hasta qué punto ejercen una cierta función propia de los intermediarios financieros, generando sustitutos del crédito bancario al consumo y apropiándose de los márgenes bancarios. Teniendo en cuenta, además, que el consumidor tiene incentivos para sustituir la financiación bancaria por la de estas empresas más ágil y cómoda para él, pero cuyo coste tiende a ser más opaco, dado que, en muchos casos, el comprador desconoce el coste financiero efectivo de tales facilidades crediticias.

b.1) *Financiación directa al consumo privado*

Una primera aproximación a la magnitud de este fenómeno, a través de los datos ofrecidos por la Contabilidad Nacional, pone de manifiesto su importancia relativa. Así, en España, en 1995, un 12,9 por 100 del montante total de los activos financieros de las empresas no financieras eran créditos comerciales concedidos, por tanto, a otras empresas y/o familias. De estos créditos a empresas y familias, el 2,35 por 100 fueron créditos otorgados por las empresas españolas de distribución comercial, principalmente a personas físicas, para financiar su consumo (11), y el 2,05 por 100 fueron otorgados por las cincuenta mayores empresas es-

pañolas de dicho sector (en 1992, este porcentaje era del 1,5).

Para poder determinar la relevancia de este tipo de actividades en el proceso actual de desintermediación financiera, conviene relacionar el crédito otorgado por las grandes empresas de distribución comercial con el total del crédito interno al consumo privado. Los porcentajes de este tipo de crédito al consumo concedido por las empresas de distribución comercial sobre el total del crédito interno otorgado por el sistema crediticio y los mercados monetarios a empresas y familias (cuadro núm. 10) no son representativos de su importancia como sustituto del crédito bancario, dado que prácticamente la totalidad de los créditos que conceden estas empresas son de cuantías muy reducidas por tratarse de créditos para el consumo privado y no para financiación de viviendas de personas físicas (crédito inmobiliario) ni para financiación de actividades productivas empresariales (créditos a empresas), conceptos ambos incluidos en la partida de «crédito interno otorgado por el sistema crediticio y los mercados monetarios a empresas y familias». Por tanto, debido a la imposibilidad de separar en esta fuente estadística los componentes del crédito a empresas de cualquier otro tipo de crédito a personas físicas que no tenga por finalidad el «consumo», los resultados referidos no son indicativos del peso de la actividad financiera de financiación al consumo desarrollada por las grandes empresas de distribución comercial.

El crédito concedido por las empresas de distribución comercial a las familias representó en 1995 un 11,03 por 100 del crédito concedido por el sistema bancario a las personas físicas para la adquisición de bienes de consumo duradero (12) y el 7,22 por 100 si se incluyen los créditos concedidos para la adquisición de otros bienes y servicios corrientes (13). Tan sólo cincuenta empresas de dicho sector (las de mayor volumen de ventas) concedieron, en el año 1995, un 9,63 por 100 del total de créditos otorgados por las entidades de depósito a las familias para su consumo —aproximadamente 0,3 puntos más que en el año 1992, lo que muestra una evolución positiva del mismo, considerando además la atonía del consumo privado en dicho período (cuadro núm. 10).

Se llega a similares conclusiones, en relación con la mayor presencia de las grandes empresas de distribución comercial en el mercado del crédito al consumo privado, a través de un análisis desagregado por instituciones de depósito, mediante la proporción de crédito otorgado por las grandes empresas españolas de distribución comercial sobre el total del crédito comercial otorgado por los bancos y cajas de ahorros españoles, que es mayor en estas últimas (14). Sin embargo, son los bancos, debido a su pérdida de cuota de mercado en inversión crediticia durante los últimos años, los que sufren en mayor medida los efectos del fenómeno de desinter-

CUADRO NÚM. 10
CRÉDITO CONCEDIDO POR LAS EMPRESAS DE DISTRIBUCIÓN
COMERCIAL A LAS FAMILIAS

	Años	Crédito comercial otorgados a las familias (clientes) Millones ptas.	Porcentaje crédito otorg. s/ crédito interno otorgado por sist. crediticio y mercados monetarios a emp. y famil. (*)	Porcentaje crédito otorg. s/ crédito a famil. para el consumo de bienes durad., y serv. corrientes concedido por las ent. Depósito (*)	Porcentaje crédito otorg. s/ crédito a famil. para el cons. de bienes durad. y adq. de otros b. y serv. corrientes concedido por las ent. Depósito (**)
Total empresas distribución comercial	1992	197.967,597	0,4079	13,96	10,29
	1993	179.363,603	0,3623	12,88	8,57
	1994	143.711,755	0,2762	9,76	6,45
	1995	172.138,770	0,3072	11,03	7,22
50 primeras empresas distribución comercial	1992	132.418,920	0,2728	9,34	6,89
	1993	133.194,648	0,2690	9,56	6,36
	1994	122.605,138	0,2357	8,33	5,50
	1995	150.251,313	0,2682	9,63	6,31

(*) Saldos fin de año (datos desestacionalizados). (**) Datos desestacionalizados del último cuatrimestre.
Fuentes: Banco de España, *Boletín Económico* y *Boletín Estadístico*; Registro Mercantil y elaboración propia.

mediación financiera protagonizado por las grandes empresas españolas de distribución comercial (cuadro núm. 11).

La financiación del consumo mediante la concesión de plazos puede ser otorgada por empresas financieras al vendedor o al comprador o directamente por el vendedor. Por tanto, las empresas de distribución comercial, mediante sus ventas a plazos, conceden financiación a sus clientes para la adquisición de bienes de consumo duradero y otros bienes de inversión, cuya evolución ha sido más favorable que la de las entidades de financiación a pesar de la atonía del consumo privado durante los últimos años (cuadro núm. 12). Éste es un «mercado crediticio» de gran interés para ambos tipos de empresas que compiten para aumentar sus cuotas de mercado, y que ha seguido una evolución desfavorable en los últimos años, probablemente por la proliferación de las tarjetas de compras que facilitan créditos de una for-

ma más rápida, cómoda y fácil (el gráfico 7 muestra la evolución de la financiación que el conjunto de estas empresas —financieras y de distribución— concede a sus clientes para la adquisición de los distintos bienes, excluidos los vehículos).

b.2) *Financiación al consumo privado mediante tarjetas*

Es posible cuantificar la parte de negocio de financiación al consumo con tarjetas que las grandes empresas de distribución comercial están desintermediando a través de un estudio comparado de la evolución de las tarjetas y de las operaciones realizadas con ellas. Principalmente, se constata una mayor utilización de las tarjetas como medio de pago y de financiación en España y una mayor participación de las empresas de distribución comercial en el segmento del mercado de financiación del

CUADRO NÚM. 11
CRÉDITO CONCEDIDO POR LAS EMPRESAS DE DISTRIBUCIÓN COMERCIAL A LAS FAMILIAS
EN RELACIÓN A LOS CRÉDITOS CONCEDIDOS POR LOS BANCOS
Y CAJAS DE AHORROS AL CONSUMO PRIVADO

	Años	Crédito comercial (clientes) Millones ptas.	Porcentaje crédito otorg. s/ crédito comercial de bancos	Porcentaje crédito otorg. s/ crédito comercial de cajas de ahorros
Total empresas distribución comercial	1992	197.967,597	4,86	22,86
	1993	179.363,603	4,85	22,09
	1994	143.711,755	3,85	16,65
	1995	172.138,770	4,38	18,35
50 primeras empresas distribución comercial	1992	132.418,920	3,25	15,29
	1993	133.194,648	3,60	16,40
	1994	122.605,138	3,28	14,21
	1995	150.251,313	3,82	16,02

Fuentes: Banco de España, *Boletín Estadístico*; Registro Mercantil y elaboración propia.

CUADRO NÚM. 12
FINANCIACIÓN PARA LA ADQUISICIÓN DE BIENES POR ENTIDADES
 (Valor de contado, en millones de pesetas)

	Junio 1993	Junio 1994	Junio 1995	Junio 1996	Agosto 1996
Financiadoras al comprador	43.236,5	41.395,2	37.568,6	42.074,8	33.250,5
Financiadoras al vendedor	11,6	0	0	176,1	716,1
Directamente por el vendedor	4.711,3	3.375,0	3.920,1	3.794,8	2.936,1

Fuentes: Cifras INE. Estadísticas de ventas a plazos. INE.

consumo privado a través de tarjetas, pudiéndose establecer las siguientes conclusiones:

1.^a La tasa de crecimiento del número de titulares de tarjetas de crédito en España es cada vez menor (de un 16,7 por 100 en 1990, cuando había 6.840.000 tarjetas, a una tasa del 0,2 por 100 en 1996, con 8.618.000 tarjetas) debido, principalmente, a la disminución que experimentan las tarjetas del sistema 4B (Visa 4B y Eurocard). Sin embargo, el volumen de ventas mediante tarjetas de crédito ha seguido un crecimiento más pronunciado hasta 1995 (desde 872.690 millones de pesetas en 1989 hasta 2.175.563 en 1995), de lo que se deduce que el saldo medio de ventas con tarjeta (o uso de tarjeta) se incrementa. En septiembre del último año (1996) dicho saldo ascendía a 1.824.069 millones de pesetas.

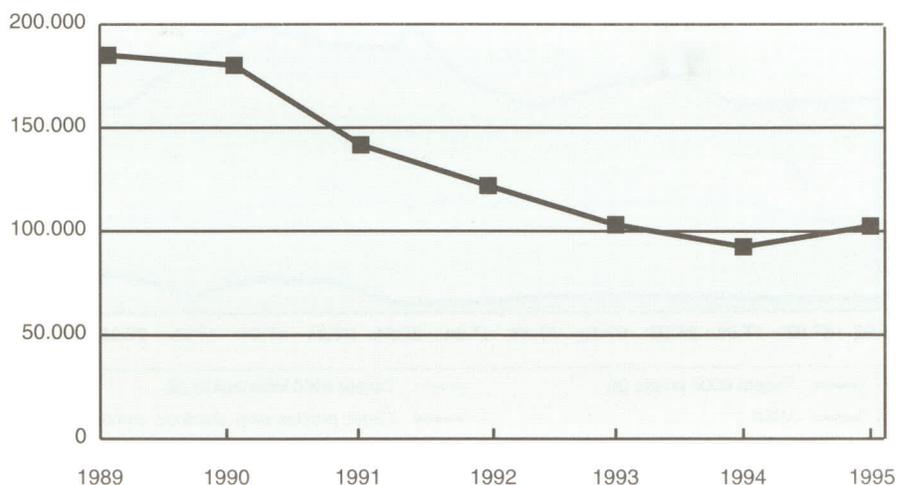
El volumen de ventas con tarjetas de crédito se puede desglosar en dos partidas: a) importe total de anticipos de efectivo, y b) importe del total de compras realizadas con tarjetas, que ha ido aumentando hasta alcanzar en septiembre de 1996 un saldo

de 1.069.401 millones de pesetas frente los 754.369 del año 1991.

2.^a La evolución del número de tarjetas de débito emitidas en España ha sido desfavorable en los últimos años. El incremento del 24,53 por 100 en el año 1990 fue descendiendo hasta convertirse en una disminución de -4,12 por 100 en 1994 y de -3 por 100 en 1995 y situarse en los 22.409.000 tarjetas en septiembre de 1996. Sin embargo, el volumen de ventas mediante los distintos tipos de tarjetas de débito ha seguido una tendencia creciente durante el período analizado (desde 2.612.750 millones de pesetas en 1989 hasta 6.519.283 en 1995 y 5.251.425 en septiembre de 1996), de lo que se deduce que el uso efectivo de estas tarjetas es cada vez mayor.

3.^a Igualmente, esta mayor utilización del «dinero de plástico» como medio de pago se hace evidente al analizar la evolución creciente del número de cajeros automáticos en España, que ha pasado de ser un total de 11.260 en 1989 a 29.407 en septiembre de 1996.

GRÁFICO 7
VENTAS DE BIENES DE INVERSIÓN A PLAZOS
 (Valor de contado, en millones de pesetas)



Fuente: Boletín Mensual de Estadística, INE.

4.^a Las grandes empresas españolas de distribución comercial están adquiriendo, de forma paulatina, una mayor relevancia en el sistema financiero español (gráfico 8). Se aprecia una tendencia creciente del porcentaje de ventas en empresas de distribución comercial con tarjetas emitidas por estas empresas, principalmente a partir del segundo trimestre de 1994. Coincide precisamente con la abrupta caída del porcentaje de ventas en comercios con la tarjeta 6000 y el auge simultáneo que se produce en las ventas en comercios con la tarjeta VISA, motivadas ambas tendencias por el abandono de Caja de Madrid, La Caixa y Caja de Cataluña de la Red 6000 de CECA y su afiliación al sistema VISA. Por tanto, se podría concluir que las empresas españolas de distribución comercial, fundamentalmente las grandes, por ser las que habitualmente poseen tarjeta de compra propia, van incrementando su participación en el segmento del mercado crediticio a través de tarjetas concedidas a las familias.

c) Captación de ahorro

Por último, las grandes empresas de distribución comercial también realizan actividades bancarias de pasivo, es decir, de captación de ahorro que canalizan hacia la inversión.

Nos referimos a la captación de ahorro de familias mediante seguros, fondos de pensiones y fondos de inversión, así como a través de sus cuentas de tesorería y depósitos de los empleados de algu-

nas empresas de distribución comercial. Además, a partir del 1 de enero de 1997, los establecimientos financieros de crédito pueden captar ahorro también emitiendo títulos. Este ahorro lo canalizan hacia:

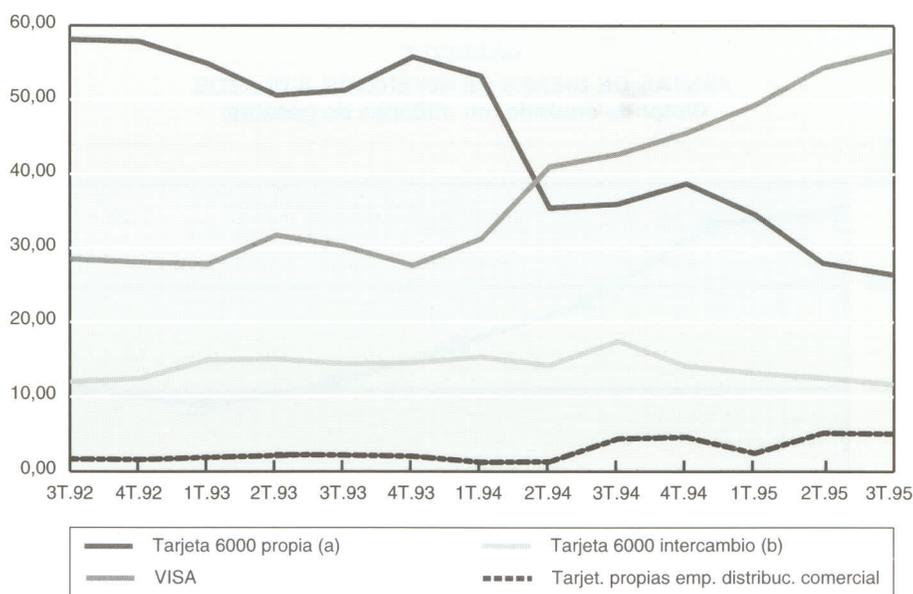
- inversiones productivas de la propia empresa o de otras empresas a través de la suscripción de activos financieros en los mercados monetarios;
- el consumo privado mediante la concesión de créditos a las familias;
- la financiación del déficit de las administraciones públicas mediante suscripción de deuda pública.

La captación de ahorro por parte de las empresas comerciales, en la medida en que constituye una introducción en la actividad de intermediación «propia» de las entidades financieras, supone competencia para éstas. Por otro lado, la colocación de sus excedentes de tesorería en los mercados sin pasar por las entidades bancarias supone una reducción de los recursos de que éstas disponen para su aplicación a la financiación (Bengoechea y Pizarro, 1994, págs. 59-60).

2. Repercusiones de las políticas de crédito de las grandes empresas de distribución comercial sobre la política monetaria y el control de la tasa de inflación

La actuación de las autoridades económicas españolas a través de la política monetaria se ha cen-

GRÁFICO 8
PORCENTAJE DEL VOLUMEN DE VENTAS EN COMERCIOS CON LAS DISTINTAS TARJETAS



(a) Tarjeta 6000 propia: ventas con la tarjeta de la Red 6000 a través de dispensadores propios.

(b) Tarjeta 6000 intercambio: ventas con la tarjeta de la Red 6000 a través de dispensadores ajenos.

Fuentes: Sociedad Española de Medios de Pago y elaboración propia.

trado, tradicionalmente, en controlar las variaciones en la cantidad y/o en el precio del dinero y, en consecuencia, en las condiciones generales del crédito en la economía, con el fin de alcanzar ciertos objetivos finales de carácter macroeconómico —control de la inflación, reducción del desempleo, consecución de una tasa de crecimiento del PIB y de la renta real o mejora en el saldo de la balanza de pagos— (Cuervo *et al.*, 1995, y Durán, 1992, páginas 109-111). Por tanto, desde 1978, año en que se adopta un planteamiento de política monetaria activa, y hasta etapas relativamente recientes, se ha seguido cierta estrategia mixta de control de tipos y cantidades de dinero (Escrivá y Malo, 1991)

Desde la década de los ochenta, las autoridades económicas españolas, al igual que las de otros países de nuestro entorno, han tratado de aplicar una política monetaria activa para conseguir dos objetivos básicos para el crecimiento de la economía: el control de la inflación y el del déficit público.

El proceso de apertura experimentado por la economía española y nuestra incorporación a la UE han centrado la atención en la competitividad de los bienes y servicios españoles frente al exterior. En este sentido, se ha acrecentado la preocupación social y política por la evolución de los precios interiores y por el diferencial de crecimiento de éstos respecto a los demás países de la UE. Tras el ingreso de España en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo (SME), y sobre todo después de la implantación de la libertad de movimientos internacionales de capitales, el debate sobre la necesidad de controlar el crecimiento de los precios se ha hecho, si cabe, más intenso paralelamente a lo ocurrido en el resto de estados miembros (González *et al.*, 1995).

Una inflación elevada y variable disuade el ahorro, perturba la eficiencia en la asignación de los recursos, acentúa las oscilaciones de la producción y el empleo, aumenta las desigualdades y dificulta la integración de la economía española en un área europea de estabilidad monetaria. Por todo ello, y por la necesidad de cumplir los acuerdos adoptados en Maastricht sobre la convergencia en tasas de inflación, tipos de interés y peso del déficit público y del *stock* de deuda en el PIB, la autoridad monetaria española ha redefinido recientemente el objetivo primordial de su política monetaria: «lograr la estabilidad de precios» mediante la fijación de un objetivo directo de tasa de inflación auspiciado por la entrada en vigor de la Ley de Autonomía del Banco de España el 1.º de junio de 1994 (Banco de España, 1994).

Esta ley ha introducido cambios importantes en el contexto institucional de la política monetaria al atribuir al Banco de España la propia definición de ésta de forma autónoma, libre de todo tipo de intervenciones o directrices del gobierno (Fernández, 1993, pág. 42). En este sentido, el Banco de España

es, desde el 1.º de junio de 1994, la institución garante de la consecución del objetivo de la estabilidad de precios.

La financiación comercial que otorgan los proveedores a las grandes empresas de distribución comercial les «facilita» la concesión de créditos al consumo privado, lo que puede suponer una merma en la eficacia de las medidas de política monetaria, que actualmente se centran en el control directo de la tasa de inflación.

Los créditos comerciales otorgados por los proveedores constituyen, como ya se ha indicado, una de las fuentes de financiación más utilizadas por las grandes empresas de distribución comercial, siendo precisamente en este sector donde más financiación comercial se otorga. Ello eleva la velocidad de circulación de los agregados monetarios y, por ende, la cantidad de dinero (oferta monetaria), e implica un incremento en el nivel de precios (Chuliá, 1992, y Laffer, 1970 y 1981) y una tendencia descendente en los tipos de interés explícitos que puede desembocar en una mayor demanda de inversión por parte de las empresas y, en definitiva, de la demanda agregada.

Igualmente, el crédito al consumo concedido por las grandes empresas de distribución comercial constituye un mecanismo de desintermediación financiera en tanto que representa una vía, ajena al mercado, de redistribución de los excedentes financieros que se generan en el desarrollo del negocio cotidiano del ciclo de explotación. Su mera existencia reduce la dependencia, principalmente de las familias, de otras fuentes de financiación de su consumo, particularmente las bancarias. Por tanto, neutraliza las eventuales restricciones a la disponibilidad de créditos, condicionando el grado de eficacia de la política monetaria ejercida por el banco central e influyendo sobre la expansión de la actividad económica (Stiglitz y Weiss, 1987, y Calomiris y Hubbard, 1989).

A ese respecto, el volumen que alcanzan determinados medios de pago, como las tarjetas emitidas por las propias empresas de distribución comercial, es bastante elevado (8.000.000 de titulares a final de 1994 y 9.100.000 en septiembre de 1996), y éste es un tipo de crédito que estimula el consumo de las familias muy por encima de lo que su propia capacidad de ahorro les hubiera inducido. Ello supone un incremento de la demanda agregada y una tendencia alcista en los precios.

Por otro lado, la utilización de ese medio de pago evita la utilización de efectivo, esto es, reduce su necesidad y, en consecuencia, la demanda de efectivo en relación con los depósitos bancarios. No obstante, y a pesar del incremento del uso de tarjetas de crédito en los últimos años, se han realizado muy pocos estudios empíricos acerca de los efectos de las tarjetas de crédito sobre la demanda

de dinero. Los resultados de un trabajo de Duca y Whitesell (1995) muestran, sin embargo, que la magnitud de tales efectos es importante: por cada 10 por 100 de crecimiento en la probabilidad de poseer una tarjeta, los saldos de cheques se reducen un 9 por 100 y los de fondos de dinero un 11 por 100. Este tipo de cambios en la composición de la demanda de dinero tiene importantes repercusiones en la efectividad de la política monetaria que todavía no son muy conocidas (15).

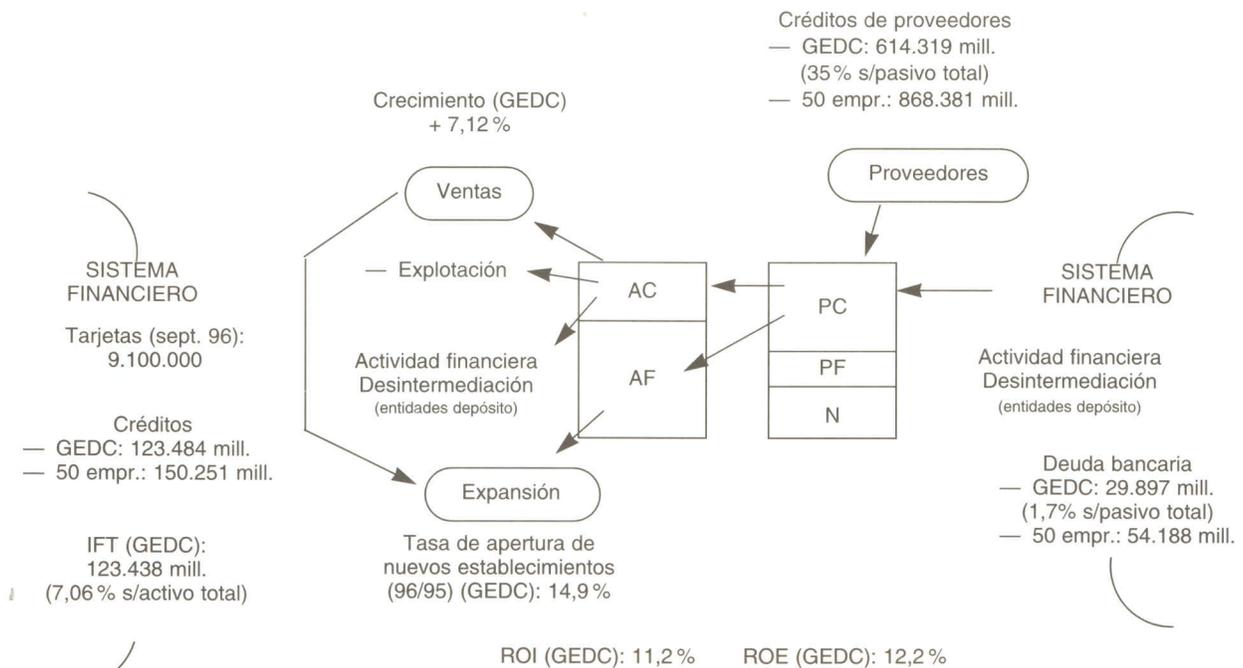
V. CONCLUSIONES

La actividad financiera de las grandes empresas españolas de distribución comercial se manifiesta en diversas decisiones, económicas y de estructura financiera, que realimentan el proceso de desintermediación financiera. Dicha actividad financiera y su incidencia en el sistema financiero son susceptibles de interpretarse de forma esquemática e integradora como se hace en el gráfico 9.

Este esquema muestra que la posición de mercado dominante de las grandes superficies, en su ne-

gociación frente a los proveedores, les permite obtener un elevado aplazamiento de sus pagos, plazos que oscilan entre los 75 y los 153 días y que son sistemáticamente superiores a los de las mismas empresas cuando operan en otros países de la Unión Europea. Dichos aplazamientos les permiten disponer de una importante financiación a corto sin coste explícito, que durante el ejercicio de 1995 representó el 43,6 por 100 del pasivo total de estas grandes empresas (según la CBBE) frente al 21,5 por 100 que suponían tales recursos en el agregado total de empresas de la Central de Balances del Banco de España. De este modo, se sustituye progresivamente en las estructuras financieras de estas grandes empresas la financiación bancaria con coste explícito (29.897 millones de pesetas en 1995, el 1,7 por 100 de su pasivo total) por la financiación de proveedores sin coste explícito (614.319 millones de pesetas en igual año, el 35 por 100 de su pasivo total), lo cual potencia el proceso de desintermediación financiera que afecta a las entidades de depósito. En este sentido, el proceso de concentración del sector de la distribución comercial contribuye al incremento del tamaño relativo de las grandes empresas y, con él, al de su poder de mer-

GRÁFICO 9
LAS GRANDES EMPRESAS DE DISTRIBUCIÓN COMERCIAL ESPAÑOLAS
Y EL SISTEMA FINANCIERO. DATOS DE 1995, SALVO INDICACIÓN EXPRESA EN CONTRARIO



GEDC: información relativa a las grandes empresas españolas de distribución comercial según la CBBE (muestra: 16 empresas, que representaron en 1995 una cuota de mercado en el sector de la distribución comercial del 65,92 por 100).

50 empresas: información relativa a las 50 mayores empresas españolas de distribución comercial según su cifra de ventas (Registro Mercantil) (muestra: 50 empresas, que representaron en 1995 una cuota de mercado en el sector de la distribución comercial del 91,6 por 100).

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la CBBE y del Registro Mercantil.

cado y de negociación frente a sus proveedores, de los que consiguen mayores aplazamientos de pago, lo que realimenta el proceso explicativo de sus actividades financieras.

Además de lo anterior, los créditos de proveedores permiten financiar no sólo la actividad típica y ordinaria de explotación, sino también inversiones financieras temporales (IFT) e «inversiones crediticias» en sus propios clientes, que durante el ejercicio de 1995 ascendieron, respectivamente, a 123.438 millones de pesetas (lo que representó el 7,06 por 100 de su activo total frente al 3 por 100 que representaron en el total de empresas no financieras de la central) y a 123.484 millones (7,07 por 100 sobre su activo total). Con ello se introducen, asimismo, en el negocio de la financiación al consumo privado, que igualmente contribuyen a desintermediar. Finalmente, el mismo activo fijo de las grandes empresas de distribución comercial pasa a estar influido por la gestión de los capitales circulantes pasivos, dado que su expansión (las inversiones corrientes para el crecimiento de la estructura económica) también se beneficia de dicha financiación sin coste explícito.

El poder de mercado de las grandes empresas de distribución comercial condiciona sus políticas de crédito y sus decisiones de inversión y de financiación en el presente. En concreto, explica su crecimiento de las ventas, que durante el último ejercicio fue de un 7,12 por 100, a pesar de la atonía del consumo privado, así como una tasa de apertura de nuevos establecimientos (de hipermercados y grandes supermercados) constantemente creciente durante los últimos años, hasta llegar a un 14,6 por 100 en 1995 y al 14,9 por 100 en 1996. Su expansión se hace, así, por la vía de los créditos de provisión, los cuales, al propio tiempo, permiten «inversiones crediticias» mediante la concesión de créditos al consumo que estimulan las ventas y generan una rentabilidad que supera al coste del capital. De igual forma, los activos financieros de estas empresas (inversiones financieras temporales, principalmente) superan los que pueden considerarse «necesarios» para la realización de su negocio típico de distribución comercial.

El ciclo apuntado de interrelaciones entre las decisiones económicas y financieras se completa con

la realimentación que produce la rentabilidad de estas empresas sobre el continuo incremento de su poder de mercado y sobre la relación recíproca entre su rentabilidad y sus políticas de crédito al consumo, dado que son las empresas más rentables las que pueden desarrollar este tipo de políticas (alcanzaron una rentabilidad del activo neto del 11,2 por 100 en 1995 frente al 7,4 por 100 del agregado de grandes empresas no financieras de la CBBE y una rentabilidad de los recursos propios del 12,2 por 100 frente al 6,2 por 100 en el total de grandes empresas españolas).

Por otro lado, algunas de las actividades financieras de las grandes superficies, fundamentalmente las basadas en la concesión de créditos al consumo, tienen repercusiones evidentes en los mecanismos de traslación de la política monetaria, ya que si el volumen del crédito concedido a las familias por estas empresas no financieras es muy elevado, se afecta la liquidez del sistema en general y se condicionan los efectos de una eventual política monetaria restrictiva que pretendiera minorar las disponibilidades líquidas o los ALP. A su vez, el crédito comercial obtenido de los proveedores puede influir también en la conducción de la política monetaria, ya que cuando ésta es restrictiva (esto es, ante una hipotética reducción del crédito a las familias), las empresas pueden reaccionar incrementando su crédito comercial como sustitutivo del bancario y los efectos de esta actuación pueden, a su vez, condicionar la oferta y la demanda de este último desvirtuando las señales informativas de los tipos de interés emitidas por la autoridad monetaria.

En definitiva, es un hecho comprobado fehacientemente que las grandes empresas de distribución comercial españolas desarrollan una actividad financiera distinta de su propia actividad comercial. De igual modo, dicha actividad, así como sus estrategias de expansión continuada, está condicionada por sus decisiones financieras, que, a su vez, se explican principalmente por su poder de mercado. Los efectos de este tipo de actividades sobre el sistema financiero y la política monetaria, aun teniendo en cuenta su fase inicial de desarrollo en el caso español, son ya de un importante peso relativo.

NOTAS

(1) Así, distintas empresas pertenecientes al mismo subsector (azúcar o cerveza) cobraron y pagaron en 1992 más tarde en España que en Alemania, Francia u Holanda. De la misma manera, una misma compañía con operaciones en distintos países puede presentar plazos de cobro y de pago más largos en España que en el resto de países europeos en los que también opera. Por ejemplo, en 1992, el plazo medio de pago de Nestlé España fue de sesenta y nueve días, mientras que el de Nestlé Alemania fue de veinticinco. De igual forma, el de Pryca (España) fue de noventa y tres y el de Carrefour (Francia) de setenta y ocho días (Roland Berger, 1995).

$$(2) \text{ PMM} = \text{PMmalcom.} + \text{PMvta} + \text{PMcobro} - \text{PMpago} = \frac{(\text{Existencias finales})^*}{\text{Incorporaciones anuales}} \times 365 +$$

$$+ \frac{(\text{Existencias finales})^*}{\text{Ventas anuales (coste)}} \times 365 + \frac{(\text{Clientes + Efectos a cobrar})^*}{\text{Ventas anuales (precio venta)}} \times 365 - \frac{(\text{Acreead. comerc.})^*}{\text{Compras a cdtto. anuales}} \times 365$$

(3) Cuando se analiza la situación financiera del conjunto de empresas españolas según la CBBE desagregado por tamaños, se llega a la misma conclusión (Melle, 1996b).

(4) Román (1995) constata que en Europa los plazos de pago a proveedores están siendo utilizados por las empresas de distribución comercial, en aquellos países donde su legislación se lo permite, para financiar, además del ciclo comercial, las inversiones financieras temporales y las inversiones en inmovilizado.

(5) Según Ronald Berger (1995), una muestra de las 20 mayores empresas españolas del sector obtuvo en 1992 unos resultados financieros positivos que representaban el 16,9 por 100 de sus resultados de explotación, mientras que en la media europea tenían un saldo negativo, representando el -7,8 por 100. Podemos encontrar la raíz de estas diferencias en los mayores plazos medios de pago a proveedores en España en relación con el resto de Europa, muchos de cuyos países cuentan con regulación específica que limita dichos plazos máximos.

(6) Así, el Banco Nacional de San Carlos, creado en 1782, y el Banco Español de San Fernando, fundado en 1929, no eran entidades dedicadas exclusivamente al negocio bancario, sino que eran además, y sobre todo, empresas comerciales que hacían comercio a larga distancia. Se trataba, en definitiva, de una figura universal en la Europa de la primera mitad del siglo XIX, y de épocas anteriores, la del comerciante-banquero, cuya agilidad de movimientos, conocimiento del mercado financiero y capacidad prestamista a corto plazo son generalmente admitidos (Tedde de Lorca, 1994, págs. 177-178).

(7) Las entidades de financiación y el resto de ECAOL podían optar por transformarse en EFC o en bancos a partir del 1 de enero de 1997 (disposición adicional primera de la Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la legislación española en materia de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, posteriormente modificada por el Real Decreto-Ley 12/1995, de 28 de diciembre, sobre medidas urgentes en materia presupuestaria, tributaria y financiera).

(8) Esta relación incluía: El Corte Inglés, S. A.; Centros Comerciales Pryca, S. A.; Centros Comerciales Continente, S. A.; Alcampo, S. A.; Mercadona, S. A.; Eroski, Sociedad Cooperativa; Makro, Autoservicio Mayorista, S. A.; Supermercados Sabeo, S. A.; Simago, S. A.; Cortefiel; Unión Detallistas Españoles, Sociedad Cooperativa, y Autoservicios Caprabo, S. A.

(9) Para el año 1996 se puede establecer una predicción con base en los valores de las variables explicativas del ejercicio 1995.

(10) El coeficiente de garantía o solvencia de los establecimientos financieros de crédito debe ser el mismo que el de las entidades de depósito, como mínimo el 8 por 100 sobre pasivos computables (Fuente: Ley 13/1992, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras; BOE de 2 de junio).

(11) El valor de la financiación al consumo concedida por las empresas de distribución comercial a las familias se refleja en el saldo total de las cuentas «clientes» y «clientes, efectos comerciales a cobrar» de estas empresas, que recoge los créditos comerciales a cobrar de sus clientes, fundamentalmente familias.

(12) Corresponde a una de las partidas de «otras financiaciones a personas físicas» dentro del epígrafe 6.32. «crédito a otros sectores residentes por finalidades» del balance de las entidades de depósito (Fuente: Banco de España, *Boletín Estadístico. Suplemento trimestral*).

(13) Corresponde a la suma de dos partidas de «otras financiaciones a personas físicas»: Adquisición de bienes de consumo duradero + adquisición de otros bienes y servicios corrientes (Fuente: Banco de España, *Boletín Estadístico. Suplemento trimestral*).

(14) No se encuentra disponible la información sobre el crédito de bancos y cajas a las familias para financiar su consumo privado. Por ello, se utilizan como dato de referencia los créditos comerciales otorgados por bancos y cajas que proporciona el *Boletín Estadístico* del Banco de España.

(15) De hecho, una de las razones que pueden justificar la pérdida de estabilidad de las funciones de demanda de dinero es la no consideración del efecto de las nuevas tecnologías de transacción (Maudos, 1994, pág. 35), incluyendo entre éstas la utilización de las tarjetas de crédito como medios de pago. Sin embargo, los resultados obtenidos en el trabajo de Maudos (1994, página 225) sobre los efectos de las nuevas tecnologías de transacción en la demanda de dinero han sido negativos. Pero, según este autor, el resultado negativo alcanzado hasta ahora significa que es necesario seguir profundizando en el análisis, sobre todo en la medida en que vaya estando disponible una información más completa sobre las variables relevantes que midan dicho fenómeno.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ARRUÑADA, B. (1990), *Economía de la empresa: un enfoque contractual*, Ariel Economía, Barcelona.
- BANCO DE ESPAÑA (1994): «Objetivos de instrumentación de la política monetaria en 1995», *Boletín Económico*, diciembre, 15-17.
- (1996), *Resultados anuales de las empresas no financieras 1995*.
- BALLARÍN, E. (1989), *Estrategias competitivas para la banca*, Ariel, Barcelona.
- BENEGOECHEA, J., y PIZARRO, J. (1994), «El catalizador del cambio en el negocio bancario. La desintermediación», *PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO*, núm. 48, págs. 78-89.
- CALOMIRIS, C., y HUBBARD, G. (1989), «Price flexibility. Credit availability, and economic fluctuations: Evidence from the United States, 1984-1909», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 104, núm. 3, págs. 429-452.
- CAMPOS ECHEVARRÍA, J. L. (1986), *Política monetaria. Crédito comercial y demanda de crédito de las empresas en España. Análisis teórico y empírico del período 1976-1985*, Instituto Español de Analistas de Inversiones, Madrid.
- CHANDLER, A. D., Jr. (1962), *Strategy and Structure: Chapters in the history of the industrial enterprise*, MIT Press, Cambridge. Traducido en 1978.
- CHULIÁ, C. (1992), «Desarrollo reciente del crédito interempresarial en España», *Boletín Económico* del Banco de España, septiembre, págs. 39-48.
- COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS (CCE) (1992), Documento de trabajo sobre los plazos de pago en las transacciones comerciales, SEC (92) 2214 final, 18 de noviembre, Bruselas.

- CRUZ ROCHE, I (1994), *Aplazamientos de pago excesivos por las empresas de distribución*, documento inédito, Madrid, febrero.
- CUARTAS, J. (1992), *Biografía de El Corte Inglés*, Libros Límite, Barcelona.
- CUERVO, A.; RODRÍGUEZ SAIZ, L.; PAREJO, J. A., y CALVO A. (1995), *Manual de Sistema Financiero Español*, 7.ª ed., Ariel Economía, Barcelona.
- DUCA, J. D., y WHITESELL, W. C. (1995), «Credit cards and money demand: A cross-sectional study», *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 27, núm. 2, págs. 604-23.
- DURÁN, J. J. (1988), «Banca multinacional e internacionalización de la banca en España», *Información Comercial Española. Revista de Economía*, septiembre, págs. 45-70.
- (1992), *Economía y dirección financiera de la empresa*, Pirámide, Madrid.
- ESCRIVÁ, J. L., y MALO, J. L. (1991), «La instrumentalización de la política monetaria española en el marco de la integración europea», *Documento de Trabajo*, núm. 9.104, Banco de España.
- FERNÁNDEZ, T. R. (1993), «Notas sobre el Proyecto de Ley de Autonomía del Banco de España», *Papeles de Economía Española*, núm. 54, págs. 41-44.
- GONZÁLEZ, L.; SÁNCHEZ, A., y TAGUAS, D. (1995), «La influencia del cambio de base del IPC en la medición y análisis de la inflación», *Información Comercial Española*, núm. 739, págs. 143-164.
- KOROBOW, L., y STUHR, D. R. (1985), «Performance measurement of early warning models. Comments on West and other weakness/failure prediction models», *Journal of Banking and Finance*, vol. 9, núm. 2, págs. 267-273.
- LAFFER, A. (1970), «Trade credit and money market», *Journal of Political Economy*, vol. 78, núm. 2.
- (1981), «A transactions theory of trade credit use», *Quarterly Journal of Economics*, mayo, págs. 243-270.
- LUNA, J. M.; ECHEVARRÍA, M. A., y MARTÍN, J. (1996): «La importancia del comercio como canal de distribución», *Marketing Financiero*, págs. 11-24.
- MARTÍN PLIEGO, F. J. (1994), *Introducción a la Estadística Económica y Empresarial*, A.C., Madrid.
- MAUDOS, J. (1994), *El efecto de las nuevas tecnologías en el sistema bancario español: El cajero automático*, tesis doctoral, Valencia.
- MELLE, M. (1996a), *La actividad financiera de las grandes empresas de distribución comercial en España*, tesis doctoral, Madrid, Universidad Complutense (en prensa).
- (1996b), «Coste aparente del crédito y dimensión empresarial», *Actas del X Congreso Nacional AEDEM (junio 96)*, Granada.
- (1997), *La Ley de comercio y sus efectos económicos*, Madrid, IDELCO-Marcial Pons.
- MILGROM, P., y ROBERTS, J. (1992), *Economics organization and management*, Prentice Hall International, Englewood Cliffs, N. J. Traducido en 1993, *Organización y gestión de empresa*, Ariel Economía, Barcelona.
- PÉREZ-SERRABONA, J. L., y FERNÁNDEZ, L. M. (1993), *La tarjeta de crédito*, Comares, Granada.
- PORTER, M. E. (1985), *Competitive advantage: Creating and sustaining superior performance*, Free Press, Nueva York. Traducido en 1987, *Ventaja competitiva: Creación y sostenimiento de una actuación superior*, CECSA, México.
- ROLAND BERGER (1995), *La distribución alimentaria en España y su entorno europeo*, Consultores Gráficos y Publicitarios, S. A., Madrid.
- ROMÁN, V. (1995), «Análisis comparativo de los plazos de pago en la industria alimentaria y la distribución comercial», *Información Comercial Española*, núm. 739, págs. 93-109.
- TEDDE DE LORCA, P. (1994), «La banca privada en España (1830-1930)», en G. NÚÑEZ y L. SEGRETO (eds.), *Introducción a la Historia de la Empresa en España*, Abacus, Madrid.
- STIGLITZ, J. E., y WEISS, A. (1987), «Credit Rationing: Replay», *American Economic Review*, vol. 77, núm. 1, págs. 224-227.
- URIEL, E. (1995), *Análisis de datos. Series temporales y análisis multivariante*, A.C., Madrid.

ANEXO

A. BASES DE DATOS

La fuente estadística empleada para la estimación de los modelos econométricos ha sido la relativa a las cuentas anuales de los ejercicios 1992 y 1993 de una muestra inicial de 583 empresas españolas de distribución comercial depositadas en los registros mercantiles. Sin embargo, el cálculo de las variables elegidas en un principio para incluir en los modelos —que se tratarán en el punto C— aconsejaron una depuración de dicha muestra inicial hasta obtener una muestra de 288 empresas para el estudio del modelo explicativo de la actividad financiera.

La base de datos de la CBBE durante el período 1989-1995 constituye la fuente de información óptima para validar los modelos a nivel agregado, dado que es la única que proporciona unas mínimas garantías de fiabilidad y exactitud. Esta fuente de información se ha empleado para la validación de los modelos.

B. METODOLOGÍA

La metodología se basa en la estimación de modelos econométricos de regresión lineal y de respuesta cualitativa binomiales.

En este trabajo, los parámetros de los modelos de regresión lineal se han estimado utilizando el método de los mínimos cuadrados que proporciona estimadores eficientes, es decir, insesgados, y, dentro de éstos, los de mínima varianza. Este método determina los coeficientes de regresión minimizando la suma de los cuadrados de los errores e_i :

$$RSS = \sum_{i=1}^n (y_i - \hat{\alpha} - \hat{\beta} x_i)^2$$

El modelo de regresión explica y predice la actividad financiera de las empresas españolas de distribución comercial, medida a través de un índice continuo relativo (resultados financieros/ventas) a partir de una serie de variables independientes. Para contrastar la significatividad estadística de los coeficientes de regresión de cada una de estas variables explicativas, esto es, si la diferencia observada entre el dato y lo esperado bajo la hipótesis nula es real o debida a variaciones aleatorias, utilizamos el estadístico *t-Student*, y para contrastar la bondad del ajuste, utilizamos la *ratio* de máxima verosimilitud.

Los modelos econométricos de respuesta cualitativa, también llamados modelos probabilísticos de elección discreta por ser la variable dependiente discreta y cualitativa, pueden ser de elección binaria o multinomiales, según que el fenómeno a explicar tenga dos o más atributos o alternativas. Si bien estos modelos difieren en sus hipótesis, estructura y técnicas econométricas o estadísticas empleadas para estimar los parámetros, tienen un nexo de unión: en todos los casos, un conjunto de variables «independientes» trata de explicar una variable «dependiente» que sólo puede adoptar valores discretos. Por tanto, la diferencia fundamental que sitúa tales esquemas fuera de los planteamientos convencionales con variables endógenas de tipo continuo es que la variable dependiente no sigue una escala cardinal; de hecho, tal variable puede ser dicotómica, tomando únicamente dos valores (0,1) —en los modelos de elección binaria— o multinomial, tomando valores 0, 1, 2, ... o serie de los números naturales —en los modelos multinomiales. En los modelos de respuesta cualitativa binomiales existe una variable «latente» o «subyacente» y^* que no se observa directamente; en tanto que lo que sí se observa son los valores de la variable dicotómica:

$$y_i = 1 \text{ si } y_i^* > 0 \\ y_i = 0 \text{ si } y_i^* \leq 0,$$

Partiendo del planteamiento general del modelo de regresión lineal,

$$y_i^* = \alpha + \sum_{j=1}^k \beta_j x_{ij} + \varepsilon_i$$

con la variable dependiente no observada (variable «latente») y_i^* , siendo observada una variable *dummy* y_i :

$$P(y_i = 1) = P(y_i^* > 0) = P(\alpha + \beta' X_i + \varepsilon_i > 0) = P(\varepsilon_i > -\alpha - \beta' X_i) = P(\varepsilon_i < \alpha + \beta' X_i) = F(\alpha + \beta' X_i)$$

Existen varios métodos para analizar los modelos de regresión cuyas variables dependientes toman valor 0 ó 1, que difieren en la especificación de la distribución del término de error e_i en la ecuación del planteamiento general del modelo de regresión lineal. El procedimiento más sencillo es el método de mínimos cuadrados; en este caso, el modelo se denomina «modelo de probabilidad lineal» (MPL). Otros métodos alternativos son los modelos *logit* y *probit*:

$$\text{— MPL: } F(\alpha + \beta'_{MPL} X_i) = \alpha + \beta'_{MPL} X_i$$

$$\text{— Logit: } F(\alpha + X_i' \beta_{LOGIT}) = \frac{\exp(\alpha + X_i' \beta_{LOGIT})}{1 + \exp(\alpha + X_i' \beta_{LOGIT})}$$

$$\text{— Probit: } F(\alpha + X_i' \beta_{PROBIT}) = \Phi(\alpha + X_i' \beta_{PROBIT})$$

En esta investigación se han planteado sendos modelos de elección binaria o modelos de respuesta cualitativa binomiales. La variable dependiente a explicar admite los valores 0 y 1 en función de que la empresa de distribución comercial desarrolle actividad financiera o no, respectivamente.

El programa estadístico utilizado para la estimación de los parámetros de los modelos ha sido el ECONOMETRICS VIEWS 1.1 para WINDOWS, ya que calcula diversos estadísticos útiles para su validación.

C. DEFINICIÓN DE LAS VARIABLES

C.1. Variable dependiente:

C.1.1. Modelo de regresión lineal:

En la estimación del modelo de regresión lineal, se toma como variable dependiente a explicar un índice continuo obtenido a partir del cociente entre los resultados financieros (ingresos menos gastos financieros) y las ventas de cada empresa (ACTFIN). (El hecho de que una empresa obtenga unos resultados financieros positivos implica que sus costes financieros son muy reducidos y/o que sus cuantiosos ingresos financieros superan a sus costes financieros.) Esta variable continua refleja la rentabilidad que se obtiene por invertir los recursos financieros disponibles en los mercados financieros y los ingresos derivados de los intereses que cobran a sus clientes por los créditos concedidos, medidos ambos conceptos en términos relativos al compararlos con el montante de ventas.

C.1.2. Modelos de respuesta cualitativa:

En las estimaciones de los modelos de respuesta cualitativa binomial (MPL, *logit* y *probit*) se adopta una perspectiva amplia a la hora de definir la variable dicotómica a explicar, «actividad financiera» (DISACTFI), dado que en la identificación de las empresas que desarrollan actividad financiera se consideran las múltiples facetas que ésta engloba. En este sentido, se ha calificado a una empresa como «empresa que desarrolla actividad financiera» si durante el año 1993 cumplía cualquiera de las siguientes características (en ese caso, la variable dependiente dicotómica que se pretende explicar tomará el valor 1, y en caso contrario, esto es, que no se haya cumplido ninguna de las características, el valor de la variable será 0):

— Que la empresa haya emitido su tarjeta de compra propia, dado que mediante dicha tarjeta se suelen conceder créditos al consumo privado a los clientes.

— Que haya obtenido unos resultados financieros positivos, que superen además el 1,2 por 100 de las ventas de la empresa (el análisis univariante de esta variable aconsejó tomar como valor crítico clasificatorio un valor del 1,2 por 100. Estudios previos en los que se tomaron como tal punto crítico otros valores —por ejemplo, el cero— no arrojaron resultados clasificatorios de empresas de distribución comercial en dos grupos: las que desarrollan actividad financiera y las que no).

— Que la empresa disponga de cuentas corrientes para sus empleados, siendo ésta otra faceta de «actividad financiera» desarrollada por algunas grandes empresas del sector.

— Por último, que la empresa se dedique a la producción y/o comercialización de seguros y fondos de pensiones además de a su actividad puramente comercial.

Al analizar la muestra depurada de 288 empresas del sector, se obtiene que 52 empresas forman el grupo de las que desarrollan actividad financiera, mientras que 236 pertenecen al grupo de las que no la desarrollan.

C.2. Variables independientes:

Una batería de 17 *ratios* basadas en estados contables anuales y otras informaciones públicas referidas al ejercicio 1992 integran la lista inicial de variables consideradas potencialmente explicativas de la actividad financiera de las empresas de distribución comercial agrupadas en cinco agregados (cuadro A.1).

CUADRO A.1

VARIABLES	DESCRIPCIÓN	INDICADOR DE
QUOTA	1. Poder de mercado:	
PROVENT	Cuota de mercado (vtas. emp/vtas. tot.)	Dimensión relativa empresarial
PMPAGO	Proveedores/Ventas	Poder de negociación
	Período medio de pago	Poder de negociación y gestión capital circulante
PMTESO	2. Políticas de crédito	
INVFCP	Período medio de tesorería o días de caja	Gestión de tesorería
CLIVENT	Activo financiero CP/Activo circulante	Inversiones financieras
MACRED	Clientes/Ventas	Volumen de ventas que la empresa financia
	(Ing. fin. + Otros ing. expl.)/(Cltes. + Tesor.)	Margen de rendimiento de los créditos
INVFILP	3. Decisiones de inversión	
INVPRO	Inmovilizado financiero/Inmovilizado	Inversiones financieras
MAROI	Inversiones ejerc./Proveedores	Inversiones financiadas por proveedores
	ROI/Coste aparente de recursos ajenos	Margen de rentabilidad econ. s/ coste aparente financiero
PRORA	4. Decisiones de financiación	
AUTOFI	Proveedores/Recursos ajenos	Estructura del capital financiero a corto
FOMANI	Reservas/Total pasivo	Autofinanciación
COBGFIN	Activo circulante/Pasivo circulante	Fondo de maniobra y solvencia a corto y medio plazo
	Gtos. financ./(Benef. neto + Gtos. financ.)	Cobertura de gastos financieros
ENDEUD	5. Rentabilidad	
MAEXPL	Recursos ajenos con coste/T. pasivo	Ratio de endeudamiento
ROI	BAlII/Ventas netas	Margen neto explotación (posición comercial)
	ROI = BAlII/AT	Rentabilidad económica

DEFINICIONES	
PM de pago	(365 × Proveedores)/Compras Crédito
PM de cobro	(365 × Clientes)/Ventas Crédito
PM tesorería (días caja)	(365 × Tesorería)/Total Gastos que suponen pagos
Gastos que suponen pagos	Compras al contado+Gtos. Personal + Gtos. Expl. + Gtos. Financ. + Gtos. Extr. + Impuestos
Activo CP financiero	I.F.Temporales + Acc .Propias CP + Tesorería + Ajustes periodificación
Ingresos financieros	Ing. partic. cap. + Ing. valor. mobil. + Otros intereses
Inmovilizado financiero	Inmov. Financie. + Acciones propias + Ac. des. no exig.
ROI/Coste aparente de recursos ajenos	(BAII/AT): (Costes Financieros/Rec. Ajenos Totales)
Gastos financieros	Gtos. Fin. Deud. LP + Otros Gtos. Financieros
Recursos ajenos con coste explícito	Obligaciones (LP) + Deudas ent. cdto. CP y LP + Deuda emp. grup. CP y LP + Acreed. LP

En un análisis de estadística univariante se analizaron los histogramas de frecuencias y los estadísticos básicos (media, error estándar, mediana, moda, desviación típica, varianza, valores máximo y mínimo, percentiles, medidas de kurtosis y medidas de asimetría) de cada una de las 17 variables potencialmente explicativas de la actividad financiera y de las 6 variables que utilizamos para sintetizar las decisiones financieras de las empresas (Martín Pliego, 1994; Uriel, 1995) (programa estadístico utilizado: SPSS for MS Windows Release 6.1). Las observaciones que presentaban valores extremos en alguna de las variables no se eliminaron de la muestra porque los modelos y contrastaciones realizadas no exigen un comportamiento normal de las variables.

D. INTERPRETACIÓN DE LOS RESULTADOS DE LAS ESTIMACIONES

D.1. Modelo de regresión lineal estimado

El modelo de regresión lineal estimado por mínimos cuadrados, a partir de 288 observaciones muestrales, ha sido el siguiente:

$$\text{ACTFIN} = -0,0590 * + 0,0701 * \cdot \text{PROVENT} + 0,0350 * \cdot \text{FOMANI} + 0,4117 * \cdot \text{MAEXPL}$$

$$(0,0053) \quad (0,0059) \quad (0,0049) \quad (0,0153)$$

Todas esas variables explicativas son muy significativas, según muestran los valores de los estadísticos *t-Student* de los estimadores de los parámetros de regresión, las probabilidades y los errores estándar.

En relación con la bondad del ajuste del modelo, en primer lugar el reducido valor del coeficiente C (constante en la regresión o nivel base de la predicción cuando el resto de variables independientes son igual a cero) muestra que las tres variables independientes del modelo explican prácticamente la totalidad del valor de la variable dependiente. Este ajuste casi perfecto se confirma con el valor del coeficiente R² (0,9), del error estándar de la regresión o medida resumen de los residuos de la predicción y del valor del estadístico F y su probabilidad que permiten rechazar la hipótesis de nulidad de todos los parámetros de las variables exógenas para cualquier nivel de confianza. Por otra parte, el valor del estadístico Durbin-Watson, próximo a 2, indica que no existe correlación entre las variables y el término error (dado que conduce a no descartar la hipótesis de ausencia de autocorrelación de primer orden entre las perturbaciones estocásticas al nivel de significación del 1 por 100). Finalmente, utilizando el contraste de la función máxima verosimilitud $\{LR_{\text{obs}} = 2(\ln L_1^* - \ln L_0^*) = 672,457\}$, se rechaza la hipótesis de nulidad de los parámetros de regresión y, por ende, el modelo resulta significativo al nivel de 0,001.

D.2. Modelos de respuesta cualitativa estimados:

D.2.1. Modelo de probabilidad lineal

$$\text{DISACTFI} = -0,0023 * + 0,0735 * \cdot \text{QUOTA} + 0,1523 * \cdot \text{FOMANI} + 0,2683 * \cdot \text{MAEXPL}$$

$$(0,0492) \quad (0,0139) \quad (0,0433) \quad (0,1006)$$

En este modelo, los coeficientes de regresión *b* resultan significativos individualmente considerados como nos informan los estadísticos *t*. Sin embargo, deja fuera variables explicativas significativas, por lo que no proporciona un ajuste demasiado perfecto.

Aplicamos el contraste de la *ratio* de verosimilitud para determinar la bondad del ajuste $\{LR_{\text{obs}} = 2(\ln L_1^* - \ln L_0^*) = 42,560\}$ y el modelo de probabilidad lineal resulta significativo al nivel de 0,001.

Por último, para evaluar la precisión y eficiencia clasificatoria de este modelo podemos calcular los errores de tipo I y II (Korobow y Stuhr, 1985, págs. 268-270). El modelo asigna correctamente el 86,11 por 100 del conjunto de las observaciones muestrales, siendo el error de tipo I del 76,9 por 100 (40 empresas que desarrollaron actividad financiera se asignaron incorrectamente entre 52) y el error de tipo II del 0,42 por 100 (una empresa que no desarrolló actividad financiera y fue incluida en dicho grupo sobre 236). (Error total: 77,32 por 100.)

D.2.2. Modelo logit

$$\text{DISACTFI} = -4,0503 * + 3,5879 * \cdot \text{QUOTA} + 1,6226 * \cdot \text{FOMANI} + 3,7533 * \cdot \text{MAEXPL}$$

$$(0,5571) \quad (0,8665) \quad (0,4061) \quad (1,6380)$$

El valor observado de la *ratio* de verosimilitud $\{LR = -2 \log_e l = 2(\ln L_1^* - \ln L_0^*) = 62,067\}$ indica que se rechaza la hipótesis nula y, en consecuencia, el modelo *logit* estimado resulta significativo a un nivel del 0,001 por 100.

Para examinar la precisión clasificatoria del modelo estimado, seguimos el mismo procedimiento que el aplicado en el caso concerniente al MPL. El error de tipo I es del 40,38 por 100 (21 empresas que desarrollaban actividad financiera de un total de 52 resultaron mal clasificadas) y el error de tipo II del 1,27 por 100 (tan sólo tres empresas que no desarrollaron actividad financiera de un total de 236 fueron incluidas en dicho grupo por el modelo), por lo que conlleva un menor error total que el MPL (41,65 por 100 frente a 77,32 por 100) y, por ende, clasifica correctamente un mayor porcentaje de empresas (91,67 por 100). Por lo que este modelo clasifica de forma más eficiente que el MPL a las empresas españolas de distribución comercial en sendos grupos de las que desarrollan actividad financiera y de las que no. Y los resultados de los tests sugieren que dicho modelo estimado goza de suficiente capacidad explicativa.

D.2.3. Modelo probit

El modelo *probit* o *normit* estimado por maximoverosimilitud incluye como variables exógenas las mismas que el *logit* antes presentado:

$$\text{DISACTFI} = -2,3636 * + 2,0587 * \cdot \text{QUOTA} + 0,9373 * \cdot \text{FOMANI} + 2,1427 * \cdot \text{MAEXPL}$$

(0,2955) (0,4546) (0,2239) (0,9663)

De acuerdo con los estadísticos *t* correspondientes a los estimadores de los parámetros de las variables independientes, cada uno de estos últimos es significativamente diferente de cero (QUOTA, FOMANI) y 2 por 100 (MAEXPL).

En el contraste de la *ratio* o razón de verosimilitud, el valor observado $\{LR = 2(\ln L_1^* - \ln L_0^*) = 63,0894\}$ nos permite rechazar al nivel 0,001 por 100 la hipótesis básica de nulidad de los coeficientes de las tres variables explicativas en el modelo estimado.

En el examen de la precisión y eficiencia clasificatoria del modelo estimado se comete un error de tipo I del 44,23 por 100 (23 empresas sobre 52) y de tipo II del 0,85 por 100 (dos empresas sobre 236), por lo que el error total (45,07 por 100) resulta un poco mayor que en el modelo *logit* y bastante menor que en el MPL, dado que 246 empresas de un total de 288 (tamaño de la muestra) resultan correctamente clasificadas (91,32 por 100).

E. VALIDACIÓN DE LOS MODELOS

Valores de las variables explicativas de la actividad financiera en el agregado «grandes empresas de distribución comercial» según la CBBE (cuadro A.2).

CUADRO A.2

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996 (*)
PROVENT de año anterior.....	0,23	0,21	0,22	0,20	0,21	0,20	0,22
FOMANI de año anterior.....	1,07	1,05	1,03	1,09	1,11	1,07	0,85
MAEXPL de año anterior.....	0,06	0,06	0,06	0,50	0,05	0,05	0,04
QUOTA de año anterior (agregado total).....	47,4	48,0	48,6	48,8	49,4	50,1	65,92
ACTFIN estimada (regresión lineal).....	0,02	0,02	0,02	0,19	0,02	0,02	0,01
DISACTFI estimada (MPL).....	1	1	1	1	1	1	1
DISACTFI estimada (<i>logit</i>).....	22,2 = 1	22,5 = 1	22,8 = 1	24,6 = 1	23,3 = 1	23,6 = 1	24,1 = 1
DISACTFI estimada (<i>probit</i>).....	12,7 = 1	12,9 = 1	13,0 = 1	14,1 = 1	13,3 = 1	13,5 = 1	14,0 = 1

(*) Predicción de los valores de las variables dependientes para el ejercicio 1996.