

CARACTERÍSTICAS Y COMPORTAMIENTO ECONÓMICO- FINANCIERO DE LAS GRANDES EMPRESAS ESPAÑOLAS VERSUS FILIALES DE MULTINACIONALES 1982-1986

A lo largo del presente artículo, **Juan José Durán Herrera** y **Prosper Lamothe Fernández** nos presentan un análisis del comportamiento económico-financiero de las 500 mayores empresas no financieras españolas —entre las que hay un número considerable de filiales de empresas multinacionales— durante el período 1982-1986. El trabajo se estructura en dos partes; en la primera de ellas, los autores comparan los comportamientos de las empresas en las que existe participación de capital extranjero con los de aquéllas en que no se da tal participación, a nivel global; en la segunda, llevan a cabo dicha comparación desde una perspectiva sectorial. Cierran el estudio, finalmente, con un capítulo de conclusiones y una referencia a algunos sectores específicos.

I. INTRODUCCION

ESPAÑA es un país receptor neto de inversión directa extranjera. En el período 1960-1974 las entradas netas de capital (deducidas las desinversiones del período) fueron aproximadamente 7,5 veces superiores a las salidas netas por este concepto. A partir de ese año esta proporción disminuyó sensiblemente debido a la importancia relativa que comienza a tener la inversión directa española en el exterior (Durán y Sánchez, 1981). Así, en el período 1975-1981 la mencionada proporción fue de cuatro y en el período 1982-1985 de algo más de tres, aumentando dos puntos un año después, es decir, en 1986, primer año de la incorporación de España a la Comunidad Europea (Durán, 1987). La importancia relativa de la inver-

sión directa extranjera, como elemento dinamizador y complementario del proceso de formación de capital de la economía española, así como la escasa desinversión realizada (en torno a un 15 por 100 para todo un período de 27 años, que en términos medios anuales se reduce a cifras muy bajas) permite, junto a su importante incidencia en la apertura e interdependencia económica internacional de España, subrayar y concluir el carácter estructural de la inversión directa extranjera en el contexto de la economía española.

Este fenómeno, obviamente, puede ser entendido en el conjunto del proceso histórico-evolutivo de la economía española. En este sentido, se puede, asimismo, ir delimitando los factores locacionales de la economía española que, por su interacción con las ventajas en propiedad de las empresas multinacionales (EEMM), han servido para atraer a la inversión directa y facilitar el proceso de interiorización de la EM. Así, y desde una perspectiva global, podemos mencionar la existencia de un gran mercado interior con un clima laboral, político y económico favorable a la inversión extranjera, así como su situación geográfica y su altamente aceptable infraestructura industrial e institucional.

En el cuadro n.º 1 se ofrece una panorámica general de la distribución porcentual de la inversión directa por sectores de actividad y por subperíodos relevantes para los años 1960-1986. Estos datos se refieren a inversiones autorizadas y liberalizadas y, por lo tanto, no recogen el total de la inversión extranjera, aunque, en términos monetarios y nominales, pueden considerarse como totalmente representativos. En una primera aproximación, puede destacarse la importancia del sector manufacturero durante todo el período, aunque en los años ochenta pierde algún peso relativo en favor del sector financiero (especialmente, banca y seguros), comercio y hostelería, y, en alguna medida, el sector primario (1).

Los sectores de la economía española más participados por el capital extranjero (2) son los más dinámicos (mayor nivel de tecnología y mayor potencialidad de crecimiento y rentabilidad).

Las empresas españolas que operan en estos sectores, cada vez más integrados internacionalmente, desempeñan un papel secundario y complementario de las filiales españolas de las EEMM, lo cual implica, evidentemente, una fuerte dependencia de decisiones exógenas a la economía española. Sectores como electrónica, informática, industria agroalimentaria, etc., tienen un elevado nivel

CUADRO N.º 1

**DISTRIBUCION PORCENTUAL DE LAS INVERSIONES DIRECTAS EXTRANJERAS EN ESPAÑA AUTORIZADAS,
POR SECTORES DE ACTIVIDAD Y SUBPERIODOS
(Autorizaciones superiores al 50 por 100)**

SECTORES	1960-1974	1975-81	1982-85	1975-85	1986
Primario	2,1	2,0	4,7	4,0	2,1
Manufacturero	74,2	70,6	61,1	63,8	61,5
Construcción	2,1	1,4	1,0	1,1	0,1
Comercio y hostelería	14,7	17,3	15,3	15,9	15,3
Transporte y comunicaciones	1,0	0,4	1,2	0,9	0,6
Sector financiero	1,2	7,6	15,7	13,3	19,3
Otros servicios	4,8	0,7	1,0	0,9	1,1
	100	100	100	100	100
<i>Pro memoria</i> (millones de ptas.)	114.865	371.156	888.111	1.259.267	400.903

Fuente: Elaborado en base a datos de la Dirección General de Transacciones Exteriores.

de penetración de capital extranjero, con tendencia a aumentar en el futuro.

Desde el punto de vista de los países de origen, y como era lógico esperar, nos encontramos con que a los ocho países (USA, Francia, Reino Unido, Alemania Federal, Suiza, Holanda, Canadá y Japón) que controlan más del 50 por 100 de la inversión directa a escala mundial les corresponde más del 75 por 100 de la realizada en España. Si a ello le sumamos la participación del resto de los países que, junto a los anteriores, forman la CEE, el porcentaje supera el 85 por 100, el cual se vería incrementado si añadiésemos las inversiones «procedentes» de los paraísos fiscales (Liechtenstein, Panamá, Luxemburgo, Bermudas, Islas Caimán y Antillas Holandesas). Dentro de las inversiones computadas como procedentes de estos últimos países, existe un elevado porcentaje que realmente tiene su origen en los países industrializados y, en alguna medida, incluyen el capital árabe que viene a nuestro país a invertir, preferentemente en el sector inmobiliario (3).

Atendiendo al método utilizado de penetración durante el período a que básicamente se va a referir este estudio, puede observarse el progresivo crecimiento de nueva inversión (constitución de filiales y compra de empresas ya existentes), pasando, por ejemplo, de un 23 por 100 del total de inversión autorizado en 1983 a un 33,6 por 100 en 1985 y a algo más de un 42 por 100 en 1986. La proporción entre el denominado crecimiento externo (compra de empresas existentes) y el crecimiento interno

(desarrollo de nueva inversión) se inclina considerablemente hacia el primero, especialmente en 1986, como puede apreciarse en el cuadro n.º 2. Este hecho contrasta con épocas anteriores, en que se venía distribuyendo casi por igual (Durán y Sánchez, 1981). Asimismo, se puede resaltar no sólo el progresivo aumento cuantitativo de la inversión autorizada (para participaciones superiores al 50 por 100 del capital social), sino la importancia relativa de las ampliaciones de capital de filiales ya existentes desde épocas anteriores a la fecha a que se refiere el cuadro n.º 2 (4). Para mejor situar las cifras globales a que hace referencia este cuadro, creemos conveniente recordar la progresiva depreciación que ha venido sufriendo la peseta con el dólar y, en general, con tendencia similar respecto a las divisas fuertes que cotizan en el mercado de Madrid, durante los años 1982-1985. Así, en este período, el tipo medio (basado en cifras diarias) pesetas-dólar fue respectivamente 109,36; 143,43; 160,76, y 170,01. Sin embargo, el tipo de cambio en el año 1986 fue de 140,05 pesetas-dólar, y el volumen autorizado este año fue de 401.000 millones de pesetas, frente a 280.000 millones del año precedente.

El clima de inversión, altamente positivo, que sin ninguna duda ha tenido la economía española para las EEMM, no solamente viene contrastado por el ininterrumpido y, en general, progresivamente creciente volumen de inversión realizada, sino también por su fácil aceptación institucional (5) y, en gran medida, social. Este hecho, ade-

CUADRO N.º 2

**METODOS DE ENTRADA EN ESPAÑA DE LAS EEMM
(1983-1986)**

	1983	1984	1985	1986
Constitución de sociedades	6,3	10,6	14,3	8,9
Compra de empresas (acciones)	16,8	21,0	19,3	33,3
Ampliaciones de capital	76,9	68,4	66,4	57,8
	100	100	100	100
Miles de millones de pesetas	158	267	280	401

Fuente: Dirección General de Transacciones Exteriores. Secretaría de Estado de Comercio.

más, puede ser subrayado por las propias aportaciones de directivos de EEMM. Así, en un estudio basado en la opinión de 400 directivos de empresas localizadas en la CEE, emitida entre los días 13 y 17 de marzo de 1987, sobre los efectos positivos de la creación del mercado único europeo, resultó ser España el segundo país, después de la República Federal de Alemania, de preferencia para invertir en un futuro inmediato (ver cuadro n.º 3).

Todos estos factores locacionales de la economía española, junto a la toma de posición lógica que cabe esperar del capital extranjero (y en parte en conjunción con el capitalismo español) ante el progresivo avance a la unidad económica y monetaria en la CEE, explican, en un contexto de mayor integración económica internacional, la mayor penetración del capital extranjero en nuestra economía en general, y en determinados sectores en particular.

II. DELIMITACION DEL ESTUDIO

En este trabajo vamos a proceder a analizar el comportamiento de las 500 mayores empresas españolas no financieras, entre las que se encuentra un considerable número de filiales de empresas multinacionales (EEMM). Dicho análisis, continuación de una primera versión (referida únicamente a los años 1982 y 1983), se va a dividir en dos grandes partes: una primera, de carácter general, en la que básicamente se comparan las empresas participadas y no participadas por el capital extranjero, y una segunda en que dicha comparación se hará desde una óptica sectorial. En uno y otro caso, se hará mención a los enfoques estratégicos

que de la información analizada se puedan inferir, y siempre teniendo como norte la teoría económica de la empresa multinacional y los análisis de dirección estratégica que sobre el particular se han desarrollado.

El conjunto de empresas que constituyen la muestra está formado por las 500 grandes empresas privadas españolas no financieras según los datos del *ranking* de la revista *Dinero* para los años 1982-1986. Los datos de estas empresas se contrastaron y, en varios años, se completaron con los publicados por las revistas *Mercado* y *Fomento de la Producción*, utilizándose también, en lo relativo a la

CUADRO N.º 3

**CLIMA DE INVERSION EN LOS PAISES DE LA CEE.
PAISES MAS BENEFICIADOS
POR EL MERCADO UNICO**

República Federal de Alemania	49	13	62
España	21	14	35
Italia	5	17	22
Francia	6	16	22
Portugal	4	8	12
Gran Bretaña	1	5	6
Grecia	2	4	6
Bélgica	1	4	5
Países Bajos	1	4	5
Luxemburgo	—	1	1
Dinamarca	—	1	1
Irlanda	—	—	—
No se pronuncian	10	13	—
TOTAL	100	100	—

Fuente: IPSOS/CNPF.

participación extranjera, información del Ministerio de Industria y Energía (1983), y de la revista *Ali-market* para el sector agroalimentario.

El período analizado (1982-1986) es muy significativo en la evolución de las grandes empresas privadas españolas por varias razones:

a) En primer lugar, el entorno político del período se caracteriza por coincidir prácticamente con la primera legislatura del partido socialista y por generalizarse entre la población la sensación de haberse consolidado el sistema democrático español. Durante dicha legislatura se producen reformas legislativas y administrativas relevantes, que condicionan, sin ninguna duda, el desarrollo y estrategias de las grandes empresas españolas (reconversión industrial, reforma fiscal, reforma parcial del sistema financiero, etcétera).

b) Por otra parte, en dicho período se producen los primeros pasos de la adaptación del mundo empresarial español a la entrada en la CEE, lo cual añade interés al estudio proyectado.

Las variables empleadas en nuestro estudio pueden ser descritas de la siguientes manera:

- *Ventas*: importe de la facturación de la empresa en el correspondiente ejercicio, expresado en millones de pesetas.
- *Plantilla*: número de trabajadores de la empresa.
- *Beneficio neto*: beneficio después de impuestos, expresado en millones de pesetas.
- *Beneficio bruto*: beneficio antes de impuestos, expresado en millones de pesetas.
- *Cash-flow*: beneficio neto + amortizaciones del ejercicio. Es decir, recursos autogenerados. Esta variable también se expresa en millones de pesetas.
- *Recursos propios*: capital más reservas menos pérdidas acumuladas, en millones de pesetas.
- *Dividendos*: beneficio repartido en el ejercicio a los accionistas, en millones de pesetas.
- *Exportaciones*: volumen de facturación de la empresa en el exterior, en millones de pesetas.
- *Valor añadido*: suma de gastos de personal, gastos financieros, amortizaciones y beneficio bruto, en millones de pesetas.

- *Gastos financieros*: intereses y otros gastos financieros de la empresa en el ejercicio, en millones de pesetas.

- *Gastos de personal*: sueldos y seguridad social a cargo de la empresa, en millones de pesetas.

- *Deuda a corto plazo*: exigible a corto plazo al final del ejercicio, en millones de pesetas.

- *Deuda a largo plazo*: exigible a largo plazo al final del ejercicio, en millones de pesetas.

- *Activo total*: volumen de activos de la empresa (circulantes y fijos) al final del ejercicio, en millones de pesetas.

- *Productividad*: $\frac{\text{valor añadido}}{\text{plantilla}}$. Millones de pesetas por empleado.

- *Ventas por persona*: $\frac{\text{ventas}}{\text{plantilla}}$. Millones de pesetas por empleado.

- *Activos por persona*: $\frac{\text{activo total}}{\text{plantilla}}$. Millones de pesetas por empleado.

- *Margen*: $\frac{\text{beneficio neto}}{\text{ventas}} \times 100$.

- *Rentabilidad financiera*: $\frac{\text{beneficio neto}}{\text{fondos propios}} \times 100$.

- *Rentabilidad económica*: $\frac{\text{beneficio bruto} + \text{gastos financieros}}{\text{activo total}} \times 100$.

- *Exportaciones/ventas*: $\frac{\text{exportaciones}}{\text{ventas}} \times 100$.

- *Pay-out*: $\frac{\text{dividendos}}{\text{beneficio neto}} \times 100$.

- *Endeudamiento global*: $\frac{\text{deuda a corto plazo} + \text{deuda a largo plazo}}{\text{recursos propios}} \times 100$.

- *Endeudamiento a corto plazo*: $\frac{\text{deuda a corto plazo}}{\text{total activo}} \times 100$.

- *Endeudamiento a largo plazo*: $\frac{\text{deuda a largo plazo}}{\text{total activo}} \times 100$.

CUADRO N.º 4

ESTRUCTURA DE LAS EMPRESAS DE LA MUESTRA SEGUN PORCENTAJES DE PARTICIPACION EXTRANJERA

PORCENTAJE DE PARTICIPACION	EMPRESAS									
	1982		1983		1984		1985		1986	
	N.º	Porcentaje	N.º	Porcentaje	N.º	Porcentaje	N.º	Porcentaje	N.º	Porcentaje
0	234	61,9	279	60,0	271	58,7	270	60,0	298	61,7
Hasta 50 por 100 ...	38	10,1	53	11,7	58	12,6	49	10,9	46	9,5
50 - 100 por 100	106	28,0	128	28,3	133	28,8	131	29,1	139	28,8
	378	100,0	450	100,0	462	100,0	450	100,0	483	100,0
Participación media (porcentaje):	29,11		30,14		30,54		30,10		29,23	

- *Coste financiero medio:*

$$\frac{\text{gastos financieros}}{\text{total deuda}} \times 100.$$

Para cada año, se calcularon un conjunto de indicadores empresariales para cada grupo de la muestra, a nivel global y a nivel de los sectores elegidos. La información así obtenida se somete a un *test* de diferencia de medias y al *test* de Levene de varianzas.

Por otra parte, en nuestro análisis se han excluido las empresas eléctricas y Telefónica, dada la distorsión de los resultados que su inclusión produce.

Los principales resultados de nuestro análisis se concretan en los siguientes apartados, en los cuales utilizaremos indistintamente los términos empresas no participadas o españolas y empresas participadas o filiales de empresas multinacionales (EEMM).

III. ESTRUCTURA DE PARTICIPACION EXTRANJERA EN LAS GRANDES EMPRESAS ESPAÑOLAS

En el cuadro n.º 4 se muestra la estructura de la participación extranjera para las empresas de la muestra durante el período de análisis. Para los cinco años analizados, la estructura de propiedad extranjera es similar, con un ligero aumento en la participación media de 1982 a 1986 y en el porcentaje de empresas con participación extranjera.

En cierto sentido, y con independencia de los posibles efectos de los cambios en el tamaño de la muestra, la participación extranjera dentro del conjunto de grandes empresas parece tener un carácter estructural. El 40 por 100 de las empresas de la muestra pueden ser consideradas filiales de EEMM, cuya participación media, en términos del conjunto de la muestra, oscila en torno al 30 por 100.

Por otra parte, en el cuadro n.º 5 se observa cómo las empresas multinacionales tienden, al menos en lo que se refiere a la muestra analizada, a mantener posiciones de control mayoritario o absoluto en sus filiales españolas. Así, de las empresas participadas durante el período 1982-1986, alrededor de tres cuartas partes mantenían un porcentaje de participación extranjera superior al 50 por 100, oscilando la participación media alrededor del 76 por 100 durante dicho período.

IV. TAMAÑO E INTENSIDAD DE CAPITAL

Durante todo el período de análisis, las empresas participadas presentan una mayor dimensión media que las empresas nacionales, medida por variables como volumen de ventas y plantilla. Las diferencias de medias no son estadísticamente significativas, salvo en 1984, para las plantillas medias, lo cual era de esperar, dada la gran dispersión de ambas muestras en los diferentes niveles del *ranking*. Es decir, ni las empresas participadas ni las no participadas se concentran en una determinada escala de tamaño. Por otro lado, con respecto a la plantilla,

CUADRO N.º 5

DISTRIBUCION POR PORCENTAJES DE PROPIEDAD EXTRANJERA DE LAS EMPRESAS PARTICIPADAS DE LA MUESTRA

PORCENTAJE DE PARTICIPACION	1982		1983		1984		1985		1986	
	N.º	Porcentaje	N.º	Porcentaje	N.º	Porcentaje	N.º	Porcentaje	N.º	Porcentaje
Hasta 50 por 100 ...	38	26,4	53	29,3	58	30,4	49	27,2	46	24,9
50 - 99,9 por 100 ...	50	34,7	61	33,7	63	33,0	62	34,4	64	34,6
100 por 100	56	38,9	67	37,0	70	36,6	69	38,3	75	40,5
	144	100,0	181	100,0	191	100,0	180	100,0	185	100,0
Participación media (porcentaje)	76,78		75,72		74,17		76,23		76,58	

hay que señalar que ambos grupos la reducen de 1982 a 1986, consecuencia lógica de los procesos de ajuste sufridos, en general, por las grandes empresas españolas en estos años. Sin embargo, la evolución de la plantilla media en ambos grupos difiere. Así, las empresas no participadas observan una reducción ininterrumpida de 1982 a 1985, experimentando un ligero reajuste en 1986. Esto es, parece como si, después de cuatro años de ajuste, en 1986 se hubiera logrado superar la crisis, al menos en lo relativo a la adecuación de la plantilla. En cambio, las empresas participadas presentan un comportamiento más errático en lo que se refiere a la evolución de la plantilla media: disminuye de 1982 a 1983, crece en 1984 y vuelve a caer en los dos últimos años. La explicación de este fenómeno puede venir dada, al margen de algunas alteraciones de las empresas que componen este grupo, por la puesta en marcha durante el período de algunos proyectos de creación/ampliación de filiales, cuyo aumento de plantilla se haya reflejado en algún año en particular. En cualquier caso, la disminución de la plantilla media ha sido relativamente mayor en las filiales de EEMM, con respecto a las empresas netamente españolas, de 1982 a 1986.

Con respecto a la evolución de las ventas, por término medio, las empresas participadas han tenido un crecimiento mayor, de tal modo que si en 1982 la facturación media de las no participadas representaba un 83 por 100, aproximadamente, de la facturación de las filiales de EEMM, en 1986 este porcentaje es de un 79 por 100.

Si medimos el tamaño de las empresas por variables de balance como los recursos propios o los

activos, los resultados son diferentes a los comentados previamente. Así, en lo relativo a recursos propios, las cifras de ambos grupos tienden a ser similares (incluso en el período 1983 a 1985 tendría significación estadística la hipótesis de igual magnitud de esta variable para los dos colectivos), aunque hay que resaltar el mayor crecimiento promedio de esta magnitud en las empresas no participadas de 1982 a 1986. En lo relativo a los activos totales, en 1983 y 1984 reflejan cifras superiores para las participadas, mientras que en 1985 son mayores para las no participadas y, por último, en 1986 vuelven a ser mayores para las participadas. En esta variable, como en los recursos propios, la significación estadística de las diferencias de medias es muy débil, dadas las pequeñas variaciones que se registran entre ambos grupos y la gran dispersión de parámetros de este tipo en cualquier colectivo de empresas.

Un aspecto a resaltar son las diferencias observadas entre ambos grupos en el *ratio* activos por empleado. Así, este *ratio* es superior para las no participadas durante todo el período, con diferencias significativas de medias a un nivel de casi el 90 por 100 en 1984, 95 por 100 en 1985 y 90 por 100 en 1986. Con respecto a las varianzas, la diferencia es siempre significativa, alcanzando un nivel de confianza del 99 por 100 en 1985 y 1986. La explicación de este fenómeno puede venir dada, en parte, por la menor intensidad de capital de las no participadas, debido al menor nivel de integración de su producción en España y a la preponderancia, en algunos casos, de la actividad comercial en comparación con la productiva. Asimismo, es posible que las participadas hagan un mayor uso

CUADRO N.º 6

**COMPARACION ENTRE EMPRESAS PARTICIPADAS Y NO PARTICIPADAS.
VARIABLES DE TAMAÑO E INTENSIDAD DE CAPITAL
(Total empresas)**

VARIABLE		NO PARTICIPADAS					PARTICIPADAS				
		1982	1983	1984	1985	1986	1982	1983	1984	1985	1986
Ventas (Millones ptas.)	\bar{X}	12.855,4	13.937,4	15.658,5	17.771,2	18.724,1	15.559,1	17.206,0	21.171,8	24.043,3	23.760,6
	S	32.412,5 (220)	36.354,3 (256)	40.289,0 (257)	42.039,4 (256)	41.947,8 (278)	27.003,2 (143)	28.850,2 (180)	34.733,5 (189)	41.996,9 (179)	37.600,8 (184)
Plantilla (N.º empleados)	\bar{X}	1.264,1	1.250,3	1.109,5	1.170,6	1.237,6	1.617,4	1.436,6	1.578,1	1.525,0	1.480,4
	S	2.004,9 (204)	2.328,3 (244)	2.059,3 (245)	2.151,4 (248)	2.705,1 (246)	2.921,6 (140)	2.707,8 (178)	2.804,6 (187)	2.782,8 (174)	2.721,4 (177)
Recursos propios (Millones ptas.)	\bar{X}	4.247,3	5.255,9	6.140,0	6.384,9	7.197,9	4.792,6	5.382,9	6.004,9	6.519,8	6.323,9
	S	8.682,4 (198)	11.157,5 (232)	12.138,8 (210)	12.653,3 (211)	14.268,1 (226)	8.283,7 (124)	9.537,5 (145)	10.091,6 (154)	10.895,8 (141)	9.363,1 (141)
Deuda a largo plazo (Millones ptas.)	\bar{X}	N.D.	3.152,3	3.646,5	4.104,7	4.289,2	N.D.	3.885,2	2.521,9	3.961,9	3.844,7
	S	N.D.	10.901,0 (193)	11.513,9 (162)	12.748,1 (159)	12.160,1 (181)	N.D.	15.361,7 (118)	5.101,6 (107)	14.841,9 (95)	15.081,5 (103)
Deuda a corto plazo (Millones ptas.)	\bar{X}	N.D.	4.380,8	4.999,9	6.821,3	6.079,3	N.D.	5.949,8	6.967,8	6.386,5	8.288,8
	S	N.D.	8.709,9 (194)	10.593,5 (163)	21.455,1 (161)	13.877,4 (186)	N.D.	13.931,8 (118)	14.753,5 (112)	13.409,6 (100)	15.879,9 (103)
Activo total (Millones ptas.)	\bar{X}	N.D.	13.353,0	15.925,8	18.283,1	18.993,6	N.D.	15.943,6	16.880,8	17.461,9	19.483,9
	S	N.D.	26.277,6 (191)	30.139,9 (159)	37.348,5 (157)	35.863,3 (178)	N.D.	33.249,8 (112)	28.873,9 (106)	30.847,2 (92)	32.989,0 (102)
Activo por empleado (Millones ptas.)	\bar{X}	N.D.	18,1	19,1	24,7	21,8	N.D.	13,1	13,6	14,4	15,0
	S	N.D.	37,9 (179)	36,2 (152)	47,4 (154)	44,7 (162)	N.D.	16,9 (112)	17,8 (105)	26,3 (89)	16,1 (99)
		TEST t (DIFERENCIA DE MEDIAS)					TEST F				
		1982	1983	1984	1985	1986	1982	1983	1984	1985	1986
Ventas		-0,86	-1,04	-1,55	-1,53	-1,35	0,67	1,00	2,96*	3,14*	1,42
Plantilla		-1,24	-0,74	-1,92*	-1,42	-0,91	4,82**	1,63	8,22***	4,99	0,87
Recursos propios		-0,56	-0,12	0,12	-0,11	0,71	0,46	0,00	0,31	0,00	2,00
Deuda a largo plazo		N.D.	-0,45	1,09	0,08	0,26	N.D.	1,05	3,04*	0,01	0,39
Deuda a corto plazo		N.D.	-1,10	-1,21	0,20	-1,18	N.D.	3,61*	3,72	0,08	1,97
Activo total		N.D.	-0,71	-0,26	0,19	-0,12	N.D.	1,52	0,06	0,08	0,01
Activo por empleado		N.D.	1,53	1,62	2,17**	1,77*	N.D.	4,13**	4,06**	8,48***	7,61***

Nota: Para todos los cuadros, la terminología utilizada es la siguiente:

- \bar{X} Media aritmética.
- S Desviación típica.
- * Significación estadística al 90 %.
- ** Significación estadística al 95 %.
- *** Significación estadística al 99 %.
- N.D. Sin datos.

del *leasing* mobiliario e inmobiliario por motivos de restricciones al endeudamiento local hasta 1984, razones fiscales y estrategia de «flexibilidad» en sus inversiones. Dada la práctica contable española de no contabilizar en balance los activos adquiridos mediante *leasing*, de cumplirse la hipótesis anterior los activos de las empresas participadas podrían estar infravalorados (6). En definitiva, de 1982 a

1986 los resultados de nuestro análisis apuntan hacia una mayor dimensión, en términos de ventas y plantilla, de las empresas participadas, con una estructura más flexible en lo que se refiere al tamaño relativo de sus activos y al *ratio* de activos por empleado.

CUADRO N.º 7

**COMPARACION ENTRE EMPRESAS PARTICIPADAS Y NO PARTICIPADAS.
VARIABLES DE RESULTADOS, GENERACION DE EXCEDENTES Y EFICIENCIA
(Total empresas)**

VARIABLE	NO PARTICIPADAS					PARTICIPADAS					
	1982	1983	1984	1985	1986	1982	1983	1984	1985	1986	
Valor añadido (Millones ptas.)	\bar{X} 3.664,0 S 4.542,9 (184)	3.947,7 6.681,6 (212)	4.415,6 7.653,4 (186)	4.935,1 8.231,2 (193)	6.110,3 12.219,9 (190)	4.962,6 3.983,2 (108)	4.811,4 3.764,5 (133)	5.437,3 3.641,6 (131)	5.265,2 7.417,8 (112)	7.418,2 12.050,8 (111)	
Cash-flow (Millones ptas.)	\bar{X} 190,8 S 3.161,5 (177)	482,9 1.708,1 (204)	694,8 1.870,4 (182)	904,2 2.285,3 (185)	1.696,6 3.757,4 (184)	652,4 2.770,0 (104)	713,8 2.421,1 (125)	902,8 2.305,2 (127)	1.253,1 2.454,3 (113)	1.849,3 3.211,7 (124)	
Beneficio bruto (Millones ptas.)	\bar{X} N.D. S N.D.	60,3 1.724,7 (176)	152,5 1.644,6 (158)	282,8 1.603,5 (167)	855,1 2.497,4 (175)	N.D. N.D.	199,4 1.920,2 (117)	428,7 3.110,8 (104)	658,7 4.235,1 (100)	564,2 1.543,6 (108)	
Beneficio neto (Millones ptas.)	\bar{X} -290,3 S 3.408,8 (168)	-39,4 1.701,5 (186)	70,7 1.500,9 (168)	191,4 1.448,4 (172)	682,9 2.146,9 (184)	79,9 2.363,2 (100)	116,9 1.711,9 (124)	265,2 2.272,6 (124)	439,9 2.777,7 (107)	347,5 4.201,1 (119)	
Productividad (Millones ptas.)	\bar{X} 3,4 S 2,3 (173)	3,8 2,6 (203)	4,6 4,2 (180)	5,2 5,4 (189)	5,7 6,7 (179)	3,3 1,4 (106)	4,1 2,7 (132)	4,6 3,1 (131)	5,2 4,5 (109)	5,9 5,2 (109)	
Ventas por empleado (Millones ptas.)	\bar{X} 18,2 S 30,6 (204)	23,3 43,3 (244)	26,3 47,2 (245)	30,5 52,3 (248)	29,5 52,1 (246)	17,9 32,5 (140)	24,6 42,1 (178)	30,1 64,6 (187)	29,1 47,7 (174)	29,4 41,5 (177)	
Margen sobre ventas (%)	\bar{X} -1,6 S 17,5 (168)	-0,4 15,7 (186)	0,1 13,7 (168)	0,3 11,9 (172)	2,7 16,9 (184)	0,6 6,3 (100)	0,9 7,6 (124)	1,7 6,4 (124)	1,7 6,4 (107)	3,4 8,2 (119)	
Rentabilidad económica (%)	\bar{X} N.D. S N.D.	9,4 9,6 (160)	8,8 7,9 (137)	10,1 11,3 (136)	10,3 8,4 (148)	N.D. N.D.	10,3 9,9 (102)	20,6 79,4 (89)	21,4 93,5 (76)	13,2 11,8 (89)	
Rentabilidad Financiera (%)	\bar{X} 3,3 S 38,1 (163)	1,4 58,6 (183)	3,4 30,0 (161)	6,3 23,4 (166)	9,9 22,0 (173)	6,8 43,2 (96)	5,9 34,3 (117)	17,2 72,3 (116)	12,9 52,6 (101)	10,7 30,4 (115)	
		TEST t (DIFERENCIA DE MEDIAS)					TEST F				
		1982	1983	1984	1985	1986	1982	1983	1984	1985	1986
Valor añadido		-1,36	-0,97	-1,09	-0,36	-0,90	5,60**	2,00	1,65	0,18	0,01
Cash-flow		-1,28	-0,93	-0,84	-1,22	-0,38	0,29	1,65	1,20	1,04	0,08
Beneficio bruto		N.D.	-0,63	-0,83	-0,85	0,53	N.D.	1,46	4,02**	3,09*	1,40
Beneficio neto		-1,05	-0,79	-0,83	-0,86	0,81	0,00	0,38	2,45	2,99*	1,70
Productividad		0,32	-0,71	0,03	-0,09	-0,31	4,70**	1,52	1,63	1,12	1,26
Ventas por empleado		0,04	-0,32	-0,68	0,27	0,02	0,02	0,03	1,72	0,86	0,17
Margen sobre ventas		-1,49	-1,02	-1,38	-1,23	-0,47	4,54**	0,85	1,45	0,64	0,41
Rentabilidad económica		N.D.	-0,71	-1,40	-1,05	-2,05**	N.D.	0,19	4,85**	4,25**	4,31**
Rentabilidad financiera		-0,65	-0,84	-1,90*	-1,20	-0,23	0,00	0,02	3,83*	2,20	2,87*

V. GENERACION DE EXCEDENTES, RENTABILIDAD Y EFICIENCIA

Las empresas participadas obtuvieron, durante el período de análisis, un mayor volumen de valor

añadido, consecuencia lógica de su mayor volumen de ventas. Con respecto al *cash-flow*, definido como recursos autogenerados por la empresa, debemos destacar la fuerte recuperación experimentada por las empresas no participadas, que refleja claramente las consecuencias de las políticas de

ajuste y reestructuración mantenidas por gran parte de estas empresas durante el periodo de análisis. Aunque las empresas participadas también incrementan su cifra de *cash-flow*, no lo hacen a las tasas observadas en el otro grupo. Así, en términos nominales, el *cash-flow* de las empresas no participadas se multiplica aproximadamente por nueve de 1982 a 1986, mientras que en las participadas se multiplica aproximadamente por tres. En este mismo sentido, si en 1982 el *cash-flow* medio de las empresas no participadas representaba un 29,2 por 100 del *cash-flow* medio de las empresas participadas, en 1986 representa un 91,7 por 100. Una evolución similar se observa en las cifras de beneficios brutos y netos, debiendo destacarse que en 1986 las empresas no participadas logran, por primera vez durante el periodo 1982-1986, superar en cifras de beneficios a las participadas. A este respecto, conviene subrayar el hecho de que, de 1985 a 1986, las cifras medias de beneficios brutos y netos descienden, lo cual puede venir motivado por diferentes causas como, por ejemplo:

- Políticas más agresivas de amortización, ya que los valores del *cash-flow* medio no sufren la misma reducción.

- Mayor competencia en algunos sectores con gran presencia de capital extranjero, como la electrónica-informática, donde en dicho año se comenzó a detectar «guerras de precios» que se pueden haber traducido en menores beneficios.

- Efectos derivados de la evolución de los tipos de cambio durante dicho año, etcétera.

Con independencia de estos factores, tampoco se debe olvidar que las empresas participadas son, de hecho, partes de unidades de decisión más amplias, y que el cálculo de los beneficios es contemplado por éstas, dado su carácter global, desde el punto de vista de la sociedad matriz, es decir, de la EM, como un todo. Esto puede implicar que, depurando los datos (beneficios declarados) por los excedentes canalizados a través de otros mecanismos —como, por ejemplo, precios de transferencia (precios internos de productos y piezas, *royalties*, cánones, comisiones diversas e intereses)—, se obtengan unos beneficios superiores a los reflejados en el cuadro n.º 7. Adicionalmente, las políticas globales de las EEMM, de carácter fiscal, de cobertura de riesgo de cambio y político, etc., pueden generar fluctuaciones en los beneficios declarados por las filiales en España no relacionadas estrictamente con los resultados operativos de las mismas.

En relación a los resultados de los indicadores obtenidos de eficiencia y rentabilidad, creemos oportuno manifestar las siguientes apreciaciones:

- Los indicadores de productividad (valor añadido por empleado) y ventas por empleado reflejan unos valores medios similares para ambos grupos durante el periodo analizado.

- Por el contrario, las tres variables de rentabilidad calculadas muestran notables diferencias entre las empresas participadas y no participadas. Ahora bien, estas diferencias tienden a reducirse de 1982 a 1986. Así, las empresas no participadas muestran, en sus valores medios, una evolución muy positiva, con una importante recuperación del margen neto sobre ventas de 1982 a 1986, y un incremento con altibajos en su rentabilidad económica y financiera. En cambio, las empresas participadas, aunque también experimentan aumentos de rentabilidad para el periodo, sufren una disminución significativa de la rentabilidad económica y financiera de 1985 a 1986. Las posibles razones de estos peores resultados en este grupo ya han sido comentadas en relación con el análisis de las cifras de *cash-flow* y beneficios, y obviamente deben ser las mismas. En cualquier caso, los resultados del análisis confirman el proceso de recuperación de excedentes y rentabilidad de la empresa española en los últimos años señalado en diversos informes (7), con ciertas particularidades, quizá meramente coyunturales, en el caso de las filiales de EEMM.

Con respecto a la significación estadística de las diferencias, no ofrecen, en general, niveles de confianza mínimos, salvo casos aislados como la diferencia de medias de la rentabilidad económica en 1986 (al 95 por 100), la diferencia de medias de la rentabilidad financiera en 1984 (al 90 por 100) y, particularmente, hay que comentar la significación en diferencias de varianzas para el beneficio bruto (95 por 100 en 1984 y 90 por 100 en 1985), y la rentabilidad económica (95 por 100 para 1984-1986) y financiera (90 por 100 en 1984 y 1986). Estos resultados indican que la dispersión en generación de excedentes y rentabilidad dentro del grupo de participadas es significativamente mayor que en el de las no participadas, es decir, existe una menor homogeneidad. Esto puede venir motivado por la composición industrial de las participadas y, sobre todo, por las políticas distintas de cara a la declaración de beneficios en las filiales españolas por parte de las matrices respectivas. En cualquier caso, dada la naturaleza de las variables analizadas, la

CUADRO N.º 8

**ESTRUCTURA FINANCIERA Y POLITICA DE DIVIDENDOS
(Total empresas)**

VARIABLE		NO PARTICIPADAS				PARTICIPADAS			
		1983	1984	1985	1986	1983	1984	1985	1986
Endeudamiento global	\bar{X}	233,1	205,7	251,3	232,1	173,8	180,7	184,7	202,1
	S	365,1 (191)	253,5 (159)	369,1 (157)	565,8 (178)	223,2 (112)	252,2 (105)	209,7 (92)	211,8 (102)
Gastos financieros (millones ptas.)	\bar{X}	746,6	858,1	868,3	808,2	880,7	1.012,0	817,6	1.024,5
	S	2.361,8 (192)	2.301,0 (165)	1.727,9 (168)	1.601,6 (178)	1.700,7 (119)	1.894,1 (114)	1.552,7 (102)	2.395,3 (118)
Dividendos (millones ptas.)	\bar{X}	92,5	126,8	174,4	229,9	144,2	99,6	174,1	133,4
	S	244,4 (185)	250,5 (154)	384,5 (139)	579,0 (167)	463,5 (106)	240,6 (102)	387,3 (80)	273,6 (103)
Endeudamiento a corto plazo (%)	\bar{X}	38,7	38,9	41,9	38,9	43,4	41,3	39,1	43,7
	S	20,4 (191)	21,6 (159)	22,9 (157)	21,0 (178)	19,7 (112)	19,5 (105)	19,6 (92)	18,7 (102)
Endeudamiento a largo plazo (%)	\bar{X}	17,1	15,8	15,2	15,2	11,0	10,5	12,6	12,2
	S	17,9 (191)	18,0 (159)	16,2 (157)	17,2 (178)	15,2 (112)	12,6 (106)	16,6 (92)	14,4 (102)
Gastos financieros/total deuda (%)	\bar{X}	10,9	11,1	12,9	9,9	14,6	18,9	16,6	10,3
	S	6,5 (179)	7,7 (154)	24,5 (152)	7,7 (163)	21,3 (109)	41,1 (101)	36,1 (87)	6,7 (99)
Pay-out (%)	\bar{X}	27,6	29,7	32,8	22,2	21,8	25,8	29,3	19,7
	S	65,3 (175)	72,2 (150)	64,7 (133)	46,0 (156)	34,2 (106)	54,8 (96)	32,8 (76)	27,6 (96)
		TEST t (DIFERENCIA DE MEDIAS)				TEST F (DIFERENCIA DE VARIANZAS)			
		1983	1984	1985	1986	1983	1984	1985	1986
Endeudamiento total		1,75*	0,76	1,81*	0,63	3,44*	0,45	3,30*	1,04
Gastos financieros		-0,58	-0,61	0,25	-0,85	0,63	0,61	0,00	1,12
Dividendos		-1,07	0,87	0,01	1,85*	5,77**	2,09	0,07	8,47***
Endeudamiento a corto plazo		-1,96*	-0,95	1,04	-1,95*	1,44	0,99	3,08*	2,29
Endeudamiento a largo plazo		3,12***	2,78***	1,22	1,52	6,73**	12,64***	1,09	2,99
Gastos financieros/total deuda		-1,76*	-1,90*	-0,85	-0,48	4,80**	7,08***	1,07	0,12
Pay-out		0,96	0,46	0,52	0,54	0,46	0,34	1,79	1,06

falta de significación estadística en las diferencias de medias es comprensible por la no necesaria concentración de los valores de ambos grupos en torno a sus medias.

VI. ESTRUCTURA FINANCIERA DE LAS GRANDES EMPRESAS ESPAÑOLAS, PARTICIPADAS Y NO PARTICIPADAS POR CAPITAL EXTRANJERO

La estructura financiera de las grandes empresas españolas durante el período objeto de análisis

aparece en el cuadro n.º 8. Como se puede apreciar, existen ciertas diferencias entre las empresas no participadas por el capital extranjero y las filiales de las EEMM extranjeras. En primer lugar, podemos observar que las no participadas generalmente arrojan un mayor nivel de endeudamiento. Esta diferencia puede, en cierta medida, ser explicada por la limitación existente desde el 14 de abril de 1981, por la que todas aquellas sociedades (empresas) participadas por capital extranjero en más de un 25 por 100 debían limitar su endeudamiento, tanto doméstico como procedente del exterior, a cinco veces los recursos propios. A estos efectos, el descuento comercial se computaba como deuda. Esta

restricción fue eliminada por Orden Ministerial de 29 de febrero de 1984, fecha a partir de la cual las filiales españolas de EEMM podían libremente elegir su estructura financiera.

Con respecto a la significación estadística de las diferencias en las variables de estructura financiera, debemos indicar los siguientes aspectos principales:

a) En lo que se refiere al endeudamiento total, medido por el *ratio* deuda total/fondos propios, las diferencias son significativas en 1983 y 1985 para los dos *tests*. En cuanto a su evolución, se observa una tendencia al crecimiento de este *ratio* en las participadas, frente a una evolución con fluctuaciones en las no participadas.

b) En los años 1983 y 1984, las diferencias de medias en el coeficiente de endeudamiento a largo plazo tenían una significación estadística del 99 por 100, lo que induce a afirmar que esta variable discriminaba claramente entre ambos grupos. En 1985 y 1986, quizá como resultado de la desaparición de restricciones al endeudamiento en las no participadas, se aproximan los valores de ambos grupos, perdiendo significación las diferencias en esta variable.

c) Durante todo el período, salvo en 1985, las empresas participadas están más endeudadas a corto plazo, con significación estadística de la diferencia de medias en 1983 y 1986. Se podría hablar en este caso de una mayor tendencia de las empresas participadas a endeudarse a corto plazo.

Considerando el *ratio* de gastos financieros sobre la deuda total, estimador del coste medio del endeudamiento, se observa que éste es mayor en las

participadas durante todo el período, con un 90 por 100 de significación estadística de la diferencia de medias para 1983 y 1984 (95 y 99 por 100 de significación estadística en la diferencia de varianzas para los dos años) y una aproximación en los costes en 1985 y 1986. La explicación más plausible sobre este fenómeno puede venir dada por los siguientes factores:

a) La utilización de endeudamiento interno (al sistema) de las EEMM para sus filiales españolas, cuyo coste no responde estrictamente a la evolución del mercado, ya que depende de las políticas de transferencias de fondos establecidas. Además, gran parte de este endeudamiento está denominado en divisas (8), y no se debe olvidar que en el período 1982-1985 la peseta se depreció frente al dólar USA, marco alemán, yen japonés, franco suizo, etcétera.

b) Durante el período de análisis, la estructura cronológica de los tipos de interés en el mercado financiero español presentó una curva invertida, con mayores tipos en el corto plazo. Dado que las empresas no participadas utilizan más deuda a largo plazo que las participadas, el coste medio de endeudamiento debe ser menor.

c) Desde el punto de vista institucional, las grandes empresas no participadas son más conocidas en el mercado financiero que las filiales de EEMM. Así, gran parte de las empresas no participadas cotizan en la Bolsa de Valores, lo que les permite emitir deuda a diferentes plazos con menores primas de riesgo que las que deben asumir las empresas participadas por el capital extranjero (9). Además, parece razonable pensar que las empresas no participadas han accedido más fácilmente a la

CUADRO N.º 9

EVOLUCION DE LOS TIPOS DE INTERES EN LOS MERCADOS FINANCIEROS ESPAÑOLES
(Media anual de tasas nominales)

	1983	1984	1985	1986
MIBOR 3 meses	20,0	14,9	12,2	11,7
Deuda del Estado (para inversores ordinarios en instrumentos financieros) ..	16,9	16,5	13,4	11,4
Obligaciones privadas	13,9	14,7	13,0	11,2
Descuento comercial bancario a 3 meses	15,0	15,3	14,0	13,0
Diferencial bancario 1-3 años	17,7	17,9	16,9	15,4
Diferencial bancario más de 3 años	17,7	17,9	16,5	15,1
Tipo de redescuento del Banco de España durante el período: 8 por 100.				

Fuente: Banco de España

CUADRO N.º 10

**ANÁLISIS COMPARATIVO DEL VOLUMEN DE EXPORTACIONES
(Total empresas)**

VARIABLE	NO PARTICIPADAS				PARTICIPADAS			
	1983	1984	1985	1986	1983	1984	1985	1986
Exportaciones \bar{X}	2.032,6	3.018,9	2.774,1	3.071,9	4.486,1	6.142,9	7.184,6	5.283,3
(Mill. ptas.) S	5.277,0	11.532,9	10.172,1	10.042,4	12.900,5	18.147,9	22.696,7	17.766,8
Exportaciones/Ventas \bar{X}	15,5	17,0	14,7	14,6	16,8	18,5	16,8	17,2
(Porcentaje)	20,9	23,9	21,8	21,3	18,3	10,7	19,7	19,4
TEST:								
Exportaciones	t	-2,19**	-1,84*	-2,31**	-1,48			
	F	15,60***	9,87***	16,63***	4,96**			
Exportaciones/ventas	t	-0,66	-0,61	-0,98	-1,17			
	F	3,96**	2,17	1,97	0,22			

financiación «privilegiada» derivada del coeficiente de inversión de las entidades de depósito. Por este coeficiente, los bancos y cajas de ahorros deberían invertir un determinado porcentaje (10) de sus depósitos en créditos y títulos designados por la autoridad monetaria, a tipos de interés inferiores a los tipos vigentes en el mercado. Dadas sus relaciones con la banca nacional, y las barreras impuestas en algunos casos para las filiales de EEMM, las empresas no participadas han podido captar un mayor volumen de financiación privilegiada que las filiales de EEMM.

Por otra parte, de acuerdo con las cifras del cuadro n.º 9, se observa cómo la evolución de costes financieros de las empresas participadas está más correlacionada con la evolución de los tipos de interés en los mercados financieros españoles que en el caso de las no participadas (particularmente con la tres últimas tasas), lo cual viene a corroborar las apreciaciones anteriores, y también puede ser un síntoma de la mayor «vejez» relativa de la deuda de las empresas netamente españolas.

Con respecto a la política de dividendos, el cuadro n.º 8 nos muestra cómo ambos tipos de empresa se aproximan en su nivel de *pay-out* en el periodo de análisis. En cierto modo, este comportamiento confirma la hipótesis, ya señalada, de una adaptación de las filiales de EEMM a las «costumbres» financieras del país.

VII. EXPORTACIONES

Por término medio, las empresas participadas tienen un volumen monetario de exportaciones muy superior a las empresas no participadas (aproximadamente, exportan dos veces más, siendo la diferencia significativa al 95 por 100 en 1983 y 1985, al 90 por 100 en 1984 y sin significación suficiente en 1986). El *ratio* exportaciones/ventas, aunque es superior para las empresas extranjeras durante todo el período, no alcanza un nivel de significación suficiente. Esto se debe al hecho de que la distribución del *ratio* por estratos de ventas y grados de participación extranjera es muy asimétrica, lo que se refleja en los *tests* de diferencias de varianzas. Obviamente, estas diferencias se deben a la heterogénea composición industrial de las empresas de la muestra.

En este sentido, si analizamos el segmento de las cien mayores empresas por volumen de ventas, en el que la tasa exportaciones/ventas es sensiblemente superior en las empresas participadas con respecto a las nacionales, nos encontramos con un gran número de filiales de EEMM en sectores económicos en los que se impone un enfoque estratégico global (11), y que utilizan sus plantas de producción en España como plataforma exportadora a otros países, principalmente europeos. Por otra parte, los datos del cuadro n.º 11, sobre las 100 primeras empresas españolas por volumen de exportación, nos proporcionan también evidencia empírica sobre la importancia de las exportaciones

CUADRO N.º 11

CLASIFICACION DE LAS 100 PRIMERAS EMPRESAS EXPORTADORAS SEGUN SU ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Participadas privadas	29	32	33	34	36	40
Públicas	13	17	15	17	15	20
No participadas privadas	58	51	51	49	49	40

Fuente: Elaboración propia en base a *Información Comercial Española*, varios números.

de las filiales de EEMM en nuestro país, y sobre su tendencia creciente.

La mayor propensión a exportar de las empresas participadas por el capital extranjero está en consonancia con la tendencia iniciada a raíz de la segunda mitad de los años setenta (12). Sin embargo, también existe evidencia empírica de que estas empresas importan más y de que su tasa de cobertura es sensiblemente inferior a la de las empresas no participadas que, según datos del *Censo de Inversiones Extranjeras* (1977), es superior a la unidad (13).

A modo ilustrativo, y como complemento al cuadro n.º 11, en el cuadro n.º 12 se ofrece una clasificación de las 100 primeras empresas importadoras españolas, distinguiendo entre participadas y no participadas e indicando, por otra parte, el número de empresas que pertenecen al sector energético-petróleo, gas y electricidad (sector fuertemente importador, dada la dependencia energética del exterior de la economía española).

En el cuadro n.º 12, también podemos observar cómo la mayoría de las 100 empresas de mayor volumen de importación en el período 1981-1986 están participadas por capital extranjero, lo cual pondera de alguna forma el efecto positivo para nuestra economía de su mayor propensión a exportar.

VIII. POLITICA SALARIAL

Otro aspecto importante de la estrategia empresarial es la política de personal. Sobre esta cuestión, la única información disponible en la fuente de datos original es la relativa a gastos de personal, sin ninguna clasificación dentro de éstos. En base a dichos datos, en el cuadro n.º 13 se muestran los

valores de la variable gastos de personal por empleado, estimador de la remuneración media de la plantilla para ambos colectivos de empresas. Se puede observar cómo, por término medio, las empresas participadas por el capital extranjero soportan un mayor coste medio por empleado, lo cual es un indicador de que remuneran mejor al personal. Además, la diferencia de medias tiene una significación estadística superior al 90 por 100 durante todo el periodo (95 por 100 en 1983, 90 por 100 en 1984, 99 por 100 en 1985 y 95 por 100 en 1986), lo cual indica que esta política de mayores remuneraciones es una práctica común de las filiales de EEMM, con independencia del sector económico en que operan. Además, no se observan diferencias significativas en las varianzas de ambos grupos.

IX. ANALISIS DISCRIMINANTE

El análisis discriminante es una técnica de análisis estadístico multivariante que ha sido bastante utilizada en las investigaciones económicas. En el caso de nuestro estudio, su utilización tiene como objetivos:

- 1) Analizar aquellas variables con mayor potencial de discriminación entre empresas participadas y no participadas.
- 2) Investigar la posible existencia de una función discriminante Z, combinación lineal de las variables elegidas, de tal forma que

$$Z_i = W_1 X_{1i} + W_2 \cdot X_{2i} + \dots + W_n \cdot X_{ni}$$

$$(V_i = 1 \dots m)$$

siendo Z_i el valor de la función correspondiente a la empresa i, W₁, W₂ ... W_n el peso de las variables X_{1i}, X_{2i} ... X_{ni} en la función discriminante, y X_{1i}, X_{2i} ... X_{ni} los valores que arroja cada empresa i para

CUADRO N.º 12

CLASIFICACION DE LAS 100 PRIMERAS EMPRESAS IMPORTADORAS

	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Participadas	47	49	53	56	53	64
No participadas	53	51	47	44	47	36
Sector energía ** (participadas y no participadas) ...	(13)	(13)	(13)	(12)	(12)	(10)

Fuente: Elaboración propia en base a varios números de *Información Comercial Española*.

dichas variables. La función se construye buscando que exista un valor Z^* , de forma que si $Z_i > Z^*$, la empresa i se clasifica dentro del grupo de no participadas y si $Z_i < Z^*$ se clasifica dentro del grupo de participadas.

Dada la heterogeneidad industrial de las empresas de la muestra, el segundo objetivo, en principio, es difícil de conseguir, al menos con la suficiente fiabilidad estadística de la función, medida por la Lambda de Wilks (o estadístico U) y por la bondad de las clasificaciones *Jackknife* (14), que nos proporcionan, para ambos grupos y la totalidad de la muestra, los porcentajes de acierto y error en la asignación, según la función discriminante, de las empresas a cada uno de los grupos. Los resultados del análisis para el período 1983-1986 aparecen en los cuadros n.ºs 14 y 15, debiendo destacarse las siguientes cuestiones:

a) Con respecto a la validez de las funciones discriminantes calculadas, es muy escasa, ya que:

— Varían año a año, por lo que no reflejan unas diferencias de comportamiento estables entre ambos grupos.

— Los valores de la Lambda de Wilks son excesivamente altos, lo que implica falta de significación estadística en los resultados del análisis (15).

— Los porcentajes de clasificación correcta son bajos, siendo el más alto el correspondiente a 1986 (62,9 por 100).

b) Por el contrario, los resultados son interesantes en lo que se refiere a la capacidad de discriminación de las variables. Así, podemos resaltar que en los años 1983 y 1984 la variable deuda a largo plazo/total activo era la que mejor discriminaba entre ambos grupos, y de forma significativa. Por ejemplo, para 1984 la función discriminante compuesta por una constante y esta variable clasifica correctamente el 64,8 por 100 de las empresas participadas. La razón de este hecho puede ser las restricciones impuestas al endeudamiento de las empresas participadas por el capital extranjero, ya que a partir de su abolición (1984) esta variable deja de *entrar* en las funciones discriminantes. En 1985 y 1986, la función discriminante tiene una variable común: activos por empleado. Ahora bien, el resto de variables incluidas varían entre los dos años. En 1985 también tiene capaci-

CUADRO N.º 13

POLITICA SALARIAL: COSTE MEDIO POR EMPLEADO. GRANDES EMPRESAS ESPAÑOLAS (1983-1986)
(Millones de pesetas)

	NO PARTICIPADAS		PARTICIPADAS		t	F
	\bar{x}	s	\bar{x}	s		
1983	2,02	0,84	2,30	1,26	-2,14**	0,63
1984	2,19	1,00	2,38	0,71	-1,72*	0,48
1985	2,35	0,91	2,69	0,88	-3,01***	0,37
1986	2,68	1,29	3,02	1,23	-2,17**	0,14

CUADRO N.º 14

**RESUMEN DEL PROCESO MULTIETAPICO DE SELECCION DE VARIABLES DISCRIMINANTES
ENTRE EMPRESAS PARTICIPADAS Y NO PARTICIPADAS POR EL CAPITAL EXTRANJERO**

NUMERO ETAPA	Variable introducida	Valor de la F para entrar o salir	N.º variables incluidas	Estadístico U	Estadístico F aproximado
<i>Año 1983:</i>					
1	Endeudamiento a largo plazo	10,0665	1	0,960	10,006 (1:244)
2	Exportaciones	4,5321	2	0,943	7,372 (2:243)
<i>Año 1984:</i>					
1	Endeudamiento a largo plazo	6,8560	1	0,968	6,856 (1:211)
<i>Año 1985:</i>					
1	Activos por empleado	7,6414	1	0,965	7,641 (1:211)
2	Coste de personal por empleado	11,3726	2	0,915	9,695 (2:210)
<i>Año 1986:</i>					
1	Rentabilidad económica	11,2253	1	0,951	11,225 (1:219)
2	Activos por empleado	6,5283	2	0,924	9,018 (2:218)
3	Exportaciones sobre ventas	4,2169	3	0,906	7,507 (3:217)

dad de discriminación el *ratio* costes de personal por empleado que, como se comentó en páginas anteriores, es superior para las participadas. En 1986 se incluye la rentabilidad económica y el índice de volumen de exportaciones sobre ventas, ambos mayores por término medio para las participadas. Es decir, en 1986 las filiales de empresas multinacionales se caracterizaban fundamentalmente por su mayor eficiencia, o por un grado de internacionalización de las actividades superior, y por un menor volumen de activos por empleado.

En cualquier caso, los resultados de este análisis señalan el interés de utilizar técnicas de análisis multivariantes sobre muestras de mayor tamaño de empresas participadas y no participadas (particularmente, a nivel sectorial) para poder diferenciar el comportamiento de ambos grupos con mayor significación estadística.

X. CONCLUSIONES Y ANALISIS DE SECTORES ESPECIFICOS

Las principales características que han conformado a la economía española durante el período 1982-1986, desde el punto de vista del marco o entorno de la inversión directa extranjera, y que, de alguna manera, han contribuido a resaltar mucho más claramente los factores locacionales específicos y naturales de España, pueden concretarse de la siguiente manera. En este período, se han producido cambios legislativos importantes, conducentes a lograr una mayor liberalización de los movimientos internacionales de capital, que, paralelamente, pueden ser vistos como respuesta a la necesaria armonización legislativa con la CEE. Asimismo, se ha seguido una política económica debidamente orientada a lograr el ajuste económico necesario para facilitar una mayor integración económica y financiera internacional de la economía española, haciendo, al mismo tiempo, más competitivas a sus empresas. En este mismo sentido, hay que subrayar la existencia de un nivel de riesgo

CUADRO N.º 15

MATRICES DE CLASIFICACION JACKNIFE

GRUPO	1983	NUMERO DE CASOS CLASIFICADOS EN CADA GRUPO	
	Porcentaje correcto	No participadas	Participadas
No participadas	45,2	66	80
Participadas	71,0	29	71
Total	55,7	95	151
Función discriminante	$Z = -0,53222 + 0,05514 \text{ ENDLP} - 0,00006 \text{ EXPORT}$		
GRUPO	1984	NUMERO DE CASOS CLASIFICADOS EN CADA GRUPO	
	Porcentaje correcto	No participadas	Participadas
No participadas	38,1	48	78
Participadas	66,7	29	53
Total	49,8	77	136
Función discriminante	$Z = -0,84898 + 0,06409 \text{ ENDLP}$		
GRUPO	1985	NUMERO DE CASOS CLASIFICADOS EN CADA GRUPO	
	Porcentaje correcto	No participadas	Participadas
No participadas	55,5	79	63
Participadas	64,8	25	46
Total	58,7	104	109
Función discriminante	$Z = 1,92984 + 0,01751 \text{ ACTPER} - 0,95249 \text{ SALPLA}$		
GRUPO	1986	NUMERO DE CASOS CLASIFICADOS EN CADA GRUPO	
	Porcentaje correcto	No participadas	Participadas
No participadas	63,6	89	51
Participadas	61,7	31	50
Total	62,9	120	101
Función discriminante	$Z = 0,77984 + 0,01095 \text{ ACTPER} - 0,06600 \text{ ROA} - 0,02419 \text{ EXPVENT}$		

Abreviaturas:

ENDLP: Deuda a largo plazo/total activo.

EXPORT: Volumen de exportaciones.

ACTPER: Activos por empleado.

SALPLA: Costes de personal por empleado.

ROA: Rentabilidad económica (beneficio antes de intereses e impuestos sobre total activos).

EXPVENT: Exportaciones/ventas.

país evaluado favorablemente por la inversión extranjera.

En este contexto, se ha calculado, en base a información contable, un amplio número de indicadores económico-financieros de las 500 mayores empresas españolas (de las cuales un 40 por 100 pueden considerarse filiales de EEMM), tanto a nivel global como en lo referente a tres sectores considerados estratégicamente relevantes, y que son: agroalimentario, químico-farmacéutico y electrónica e informática.

En primer lugar, se puede mencionar que las

empresas españolas y las filiales de EEMM han alcanzado niveles de productividad similar, observándose en ambos casos un incremento general de eficiencia. Asimismo, los datos analizados muestran una preferencia por la participación mayoritaria en el capital de las empresas consideradas como filiales de empresas multinacionales.

Los principales aspectos diferenciadores entre las empresas participadas y no participadas por capital extranjero pueden resumirse de la siguiente forma:

Las empresas españolas no participadas por ca-

pital extranjero son, por término medio, más intensivas en capital, están más endeudadas (en 1985, al desaparecer una barrera legal, parece producirse un mayor acercamiento entre ambos grupos) y han seguido un ininterrumpido proceso de reducción de plantillas (en parte explicado por los sectores de actividad de algunas de estas empresas) hasta 1986, en que se rompe la tendencia.

Desde el punto de vista de la significación estadística, son los activos por empleado (menores en las filiales), los gastos de personal por empleado (mayores en las filiales) y las exportaciones (superiores para las filiales) las variables relevantes, atendiendo a los *tests* de diferencia de medias y de varianzas. Por último, se puede señalar que las filiales arrojan mayores tasas de rentabilidad tanto económica como financiera.

Esta realidad viene configurada por su mayor margen sobre ventas, menores gastos financieros (con una mayor aproximación a los tipos de interés marginal), mayores gastos de personal y más amortizaciones de activos. A partir de 1984, las filiales aumentan su grado de presencia en los sectores más estratégicos, y presentan una más clara tendencia a lograr mayores cotas de excedentes y de tasa de exportaciones.

Por otro lado, el análisis a nivel sectorial efectuado nos proporciona los siguientes resultados:

En el sector de electrónica e informática, contrariamente a lo que ocurría en el conjunto, y como parece lógico esperar para un sector global a nivel internacional, las filiales de EEMM son de mayor tamaño que las empresas netamente españolas. Las filiales son, asimismo, más intensivas en capital y más eficientes. La penetración de capital extranjero en este sector es muy elevada. Las empresas españolas arrojan, por término medio, una mayor tasa de distribución de dividendos. Sin embargo, el volumen medio de dividendos es superior en las filiales, obteniendo además una mayor rentabilidad financiera.

El sector agroalimentario se caracteriza, entre otras, por las siguientes diferencias. Las filiales de EEMM son de mayor tamaño medio que las empresas españolas, exportan más y han procedido durante el período a un importante proceso de compra de empresas españolas (algunas, con pérdidas). Las empresas españolas, que tienen unos activos por empleado superiores a las participadas, han sido más productivas (tanto desde el punto de vista global como comercial) y exportan más en

porcentaje sobre ventas. Asimismo, aunque las empresas españolas obtienen una mayor rentabilidad económica y financiera (a excepción de 1984), las filiales de las EEMM soportan más gastos financieros, distribuyen más beneficios (en volumen y en tasa) y tienen menos recursos propios medios. En general, en este sector se observa una tendencia creciente a una mayor integración a nivel internacional, aunque mantiene un cierto carácter estratégico de índole multidoméstica.

Por último, el sector químico-farmacéutico presenta los siguientes rasgos diferenciadores entre empresas participadas y no participadas. En primer lugar, las filiales de las EEMM son, por término medio, más eficientes y productivas, obtienen una mayor rentabilidad económica y financiera y distribuyen más dividendos (tanto en volumen como en términos relativos). Las empresas españolas exportan más, son de mayor tamaño (excepto en el subsector farmacéutico) y están más endeudadas (salvo en 1986).

En general, y conjugando tanto los resultados globales como los sectoriales, podemos presentar las siguientes *conclusiones*. En primer lugar, una mayor presencia del capital extranjero en las grandes empresas españolas cuyo núcleo principal de actividad se encuentra enmarcado dentro de los sectores calificados como estratégicos y globales a nivel internacional. Asimismo, se observa una mayor integración global a través de una mayor apertura exterior en la actividad comercial. La estrategia de la Administración española parece configurarse en torno a una postura muy favorable para atraer y recibir inversión directa extranjera, y al mismo tiempo fomentar el desarrollo de la empresa netamente española. Para ello, se ha procedido a un proceso de desregulación y desarrollo institucional que permitiera, una vez realizado el ajuste de la economía española, hacer frente, tanto defensiva como ofensivamente, al reto futuro que tanto la incorporación a la CEE como la mayor globalización de la economía mundial están planteando. En este contexto, tienen perfecta cabida los planes de I + D elaborados, la nueva legislación sobre movimientos internacionales de capital, la reordenación que está sufriendo el sistema financiero español, el fomento de exportaciones y la proliferación de *joint-ventures* que se está realizando en la economía española.

NOTAS

(1) En conjunto, la inversión directa extranjera ha venido representando, por término medio, algo más del 2 por 100 anual de la formación bruta de capital y del ahorro nacional bruto, y en torno al 0,5 por 100 del producto interior bruto.

(2) En un análisis más detallado, nos encontraremos con sectores, o si se prefiere relaciones líneas de productos-mercados, penetrados por el capital extranjero en más de las tres cuartas partes (automóvil, electrónica de consumo, hipermercados, café, etc.). Muchas de estas situaciones responden a la globalización a que se han visto sometidos determinados sectores industriales.

(3) Hay que tener en cuenta que una parte considerable de la IDE anual responde a ampliaciones de inversiones antiguas, y solamente en parte representa nuevas inversiones y nuevas empresas multinacionales que acuden a crear filiales o comprar empresas existentes en España.

(4) Según datos de balanza de pagos, las entradas de divisas por inversiones directas desde 1982 a 1986 fueron, respectivamente, y en miles de millones de pesetas: 138,5; 139,7; 176,9; 193,7; 321,2.

(5) Sobre la evolución de las inversiones directas extranjeras en España, pueden consultarse los siguientes trabajos: Muñoz, Roldán y Serrano (1977); Martínez González-Tablas (1979), y Durán y Sánchez (1981).

(6) Por idénticas razones, la mayor o menor utilización del descuento comercial puede producir sesgos similares.

(7) Por ejemplo, los análisis de la Central de Balances del Banco de España.

(8) El ascenso de esta variable para 1984 en las empresas participadas puede obedecer a la fuerte depreciación de la peseta en ese año.

(9) Desconocemos el efecto que pueden haber producido las garantías y avales de las matrices a sus filiales españolas sobre el coste de su endeudamiento, ya que no existe información estadística sobre la cuestión.

(10) Este porcentaje ha sufrido diversas modificaciones de 1983 a 1987. En agosto de 1985 se fijó en un 23 por 100 del total de depósitos en pesetas. Un 13 por 100 debía destinarse a inversiones especiales (crédito a la exportación, reconversión industrial, bienes de equipo, etc.), a tipos de interés inferiores a los del mercado. En 1987, este coeficiente se ha reducido a un 11 por 100 del total, eliminándose el tramo de inversiones especiales.

(11) Automóvil (Ford, General Motors, Renault, Citroën-Talbot, Nissan), informática (IBM, Olivetti), etc. Sobre los enfoques estratégicos en las EEMM, véase Durán y Lamothe (1984).

(12) Véase Martínez González-Tablas (1979); Muñoz, Roldán y Serrano (1977); Durán y Sánchez (1981).

(13) Por ejemplo, en el trabajo de Martín y Romero (1983), en base al *Censo de Inversiones Extranjeras* de 1977, se señalan como variables con poder discriminatorio entre los distintos grados de participación a dos relacionadas con la propensión a importar. Por otra parte, Bueno (1982), en su estudio sobre la balanza de pagos de una muestra de empresas para los años 1973-1977, indica la mayor propensión a importar de las empresas extranjeras, estimando un coeficiente medio de déficit balanza de pagos/volumen de ventas $\times 100$ para las mismas del 8,4 por 100 en el periodo analizado.

(14) Consiste en recalcular las funciones de clasificación para cada empresa, prescindiendo, en cada una, de la información correspondiente a la misma. En el programa utilizado, BMDP7M, se estiman funciones de clasificación para cada grupo y una función discriminante para separar entre ambos. La función discriminante se obtiene como diferencia entre los parámetros de las funciones de clasificación de ambos grupos.

(15) La Lambda de Wilks varía entre 1 (no hay diferencia entre ambos grupos) y 0 (discriminación perfecta).

BIBLIOGRAFIA

- BERGÉS, A., y ONTIVEROS, E. (1984): «Estructura financiera de las empresas multinacionales en España», *Información Comercial Española*, diciembre.
- BUENO, J. (1982): «El impacto directo del capital extranjero sobre la balanza de pagos en España: 1973-1977», *Información Comercial Española*, n.º 588-589.
- DURÁN, J. J. (1985): *La multinacionalidad de la empresa española*, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, UAM, Madrid.
- (1987): «Decisiones de inversión directa en el exterior de la empresa española 1979-1985», *Información Comercial Española*, n.º 643, marzo.
- y SÁNCHEZ, P. (1981): «La internacionalización de la empresa española: estrategias competitivas de la empresa multinacional», *Información Comercial Española*, julio.
- y LAMOTHE, P. (1984): «Consideraciones en torno a las estrategias competitivas de la empresa multinacional», *Información Comercial Española*, julio.
- y LAMOTHE, P. (1986): «Análisis empírico del comportamiento económico-financiero de las grandes empresas españolas participadas por el capital extranjero», *Investigaciones Económicas*, número especial.
- y LAMOTHE, P. (1987): «Financial and Economic Performance and Characteristics of Multinationals Vs. Domestic Firms in Spain. 1982-1985», Comunicación presentada al XII Congreso de la European International Business Association, Amberes, diciembre.
- GILMAN, M. (1981): *The Financing of Foreign Direct Investment*, Frances Printer Ltd., Londres.
- KRAINER, R. (1972): «The Valuation and Financing of the Multinational Firm», *Kyklos*, noviembre.
- MARTÍN, C., y ROMERO, L. (1983): «Un análisis discriminante sobre el comportamiento de las empresas industriales españolas con capital extranjero», *Cuadernos Económicos de ICE*, n.º 22-23, págs. 53-74.
- MARTÍNEZ GONZÁLEZ-TABLAS, A. (1979): *Capitalismo extranjero en España*, Cupsa, Madrid.
- MUÑOZ, J.; ROLDÁN, S., y SERRANO, A. (1977): *La internacionalización del capital en España*, Edicusa, Madrid.
- SHAPIRO, A. (1978): «Financial Structure and Cost of Capital for the Multinational Firm», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, junio, páginas 211-226.