



CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social y
Cooperativa, nº 15, diciembre 1993, pp. 207-238

Las empresas agroalimentarias. Un análisis empresarial y bursátil

Ismael Moya

M^a José Oltra

Dpto. de Economía y Dirección de Empresas. Universitat Jaume I (Castelló).

CIRIEC-España, revista de economía pública, social y cooperativa

ISSN: 0213-8093. © 1993 CIRIEC-España

www.ciriec.es www.uv.es/reciriec

LAS EMPRESAS AGROALIMENTARIAS. UN ANÁLISIS EMPRESARIAL Y BURSÁTIL

ISMAEL MOYA Y M^a JOSÉ OLTRA

Dpto. de Economía y Dirección de Empresas. Universitat
Jaume I. (Castelló).

RESUMEN

Las empresas que conforman la industria agroalimentaria española se encuentran inmersas dentro de un proceso de adaptación a los cambios de su entorno. Entre los factores que más influencia han tenido podemos citar al establecimiento del Mercado Único Europeo, las variaciones en la demanda de los consumidores y las relaciones mantenidas con sus distribuidores.

El hecho más llamativo quizá sea la entrada de capital extranjero que, en un principio dio origen a unas expectativas de beneficios en bolsa superiores al conjunto de sectores, pero que con el paso del tiempo se han reducido hasta alcanzar unos niveles similares al resto.

En el presente trabajo se analizan las diferencias, desde un punto de vista económico-financiero, entre las que están admitidas a cotización y las que no cotizan, buscando detectar las ventajas que el hecho de cotizar en bolsa reporta para la empresa. Así mismo, se estudian que variables resultan influyentes en su valor bursátil, y la posibilidad de aplicar los modelos de valoración obtenidos a otras empresas que no cotizan en bolsa como, por ejemplo, las cooperativas.

RÉSUMÉ

Les entreprises formant l'industrie agro-alimentaire espagnole se trouvent plongées dans un processus d'adaptation aux changements de leur environnement. Parmi les facteurs les plus décisifs, nous pouvons citer l'établissement du Marché Unique Européen, les variations de la demande des consommateurs et les relations établies avec leurs distributeurs.

Le fait le plus remarquable est peut-être l'entrée de capital étranger qui, dans un premier temps a engendré des attentes de bénéfices en bourse supérieures à l'ensemble des secteurs, ces espérances diminuant par la suite, jusqu'à parvenir à des niveaux similaires au reste des secteurs.

Cette étude tâche d'analyser les différences, d'un point de vue économique-financier, entre les entreprises admises à cotation boursière et celles qui ne le sont pas, en essayant de détecter les avantages que représente pour une entreprise le fait de coter en bourse. De la même manière, nous étudions quelles-sont les variables qui s'avèrent influencer

leur valeur boursière, ainsi que la possibilité d'appliquer les modèles d'évaluation obtenus à d'autres entreprises ne cotant pas en bourse comme, par exemple les coopératives.

ABSTRACT

The companies that make up the Spanish agroalimentary industry in Spain are at present found in a process of adaptation to the changes in their environment. Among the factors that have had greatest influence we could mention the establishing of the Sole European Market, the variations in demand by consumers and the relationship they have with their distributors.

The most outstanding fact could well be the entry of foreign capital, which at first gave rise to expectations of profits on the stock market higher than those of the group of sectors as a whole, but which went down with the passing of time to a point where they reached levels similar to the rest.

In this work an analysis is made of the differences, from an economic-financial standpoint, between those that are accepted for quotation and those that are not, in an attempt to detect the advantages meant for the company by the fact of quoting on the stock market. There is also a study of what variables work out to be more influential in their stock market value, and the possibility of applying the valuation models obtained to other companies that do not quote on the market, such as cooperative societies for example.

1. INTRODUCCIÓN

En la Comunidad Económica Europea, la industria de alimentos participa con un 15% al valor añadido de todas las industrias de transformación. Transforma alrededor de las 3/4 partes de la producción final agraria, que se sitúa entorno a los 159 mil millones de ECUs. El valor de la producción ha ido creciendo en la última década, situándose alrededor de 387.740 millones de ECUs y dando empleo a unos 2,3 millones de personas.

El conjunto de empresas que producen, transforman y distribuyen alimentos, presenta ciertos rasgos diferenciales en los países miembros, aunque paulatinamente se van homogeneizando a causa de la penetración de las empresas multinacionales en ellos. La industria alimentaria europea, en general, se halla menos concentrada que la americana, pero dentro de ella, es en Italia, España y Portugal donde se halla más fragmentada. Se incluyen un gran número de pequeñas empresas junto con grandes multinacionales, algunas con intereses en sectores muy diferentes, lo que hace difícil la abstracción de estrategias comunes para el conjunto.

En nuestro país se han producido, durante los últimos años, numerosos movimientos de propiedad, procesos de concentración e internacionalización a través de fusiones y adquisiciones y entradas en el mercado financiero que han incrementado el grupo de empresas que cotizan en bolsa. Todos ellos han sido dirigidos por las grandes empresas, siendo un papel pasivo el asumido por las de menor tamaño. Estos procesos han estado motivados, en gran medida, por el establecimiento del Mercado único Europeo, ya que de esta forma pueden realizar un rápido acceso al mercado español.

Pero si bien ha sido éste el elemento del entorno del sector de la alimentación en España cuya modificación ha tenido una repercusión más energética en él, no ha sido el único. Podemos citar otros como los cambios de composición en el perfil de los consumidores y las modificaciones en la estructura de los canales de distribución de alimentos, que también están afectando a la actuación de la mayoría de estas empresas.

Estos últimos son elementos de la cadena que siguen los productos hasta su destino final, el consumidor. Los productos recorren los eslabones anteriores, distribuidor, industria agroalimentaria, pero

parten de los agricultores, y por lo tanto, también van a verse afectados por estas modificaciones, y como proveedores deben adaptar su actividad a ellos.

Hasta el momento, dentro del sector agrario, se ha considerado solo la producción de alimentos sin elaborar o poco elaborados por pequeñas empresas agrícolas, con escasos recursos tecnológicos y deficiente tecnología, todo ello agravado por un contexto histórico-sociológico relacionado con la propiedad de la tierra y las características de la producción agraria.

En el futuro se prevé el desarrollo de una industria agroalimentaria y agraria no alimentaria, que participará de las características de la industria en general y a la cual se podrán aplicar técnicas de la gestión de empresas, como el análisis de ratios, el bursátil, etc...

En los apartados siguientes nos referiremos a ellas con más detenimiento, realizando un análisis comparado de las empresas de este sector que cotizan en bolsa frente a las que no lo hacen, lo que nos permitirá aproximarnos a la situación en la que se halla el sector.

2. ALGUNOS ELEMENTOS DEL ENTORNO.

2.1. El consumo alimentario

El gasto en alimentación representa una pequeña parte del presupuesto familiar. En los países de la CE varía desde un 18,3% en el Reino Unido, hasta un 40% en Grecia y Portugal, siendo en los países mediterráneos donde se alcanzan los niveles superiores.

El consumo de alimentos ha sufrido en la CE una tasa de crecimiento medio anual del 7% en la última década, ahora bien, se espera que se estabilice ante los reducidos índices de crecimiento de la población (ya se ha reducido al 4,9% entre 1986 y 1990) y la disminución de la elasticidad de la demanda en los países ricos. Por ello, es necesario que las empresas agroalimentarias planifiquen su actividad tras realizar un análisis de la estructura de la población y de los hábitos de consumo que tiene, ya que, es el comportamiento del ciudadano el que sirve de motor de la cadena, marcando las pautas al resto de los componentes. Los cambios de comportamiento, sus hábitos y costumbres deben servir de dirección a los objetivos de la industria agroalimentaria.

Los hábitos alimentarios de los españoles están sufriendo una evolución lenta pero continuada, condicionada no solo por el nivel de renta de los ciudadanos, sino que también están influenciados por determinados factores socioculturales.

El gran movimiento de población rural a las ciudades unido al desarrollo industrial ha sido origen de grandes cambios en los hábitos de la población y entre ellos, la alimentación. Ha hecho disminuir el nivel de autoconsumo y aparecer la necesidad de someter los productos a mayores niveles de transformación en adaptación a estos cambios sociales. La obligación de realizar comidas fuera del hogar por motivos laborales se ha ido imponiendo, paulatinamente, a un número mayor de ciudadanos, y ello ha traído como consecuencia el conocimiento de otras cocinas y una mayor apertura en los gustos de los ciudadanos.

Así pues, las comidas que se realizan en el hogar van a tener un origen y un contenido diferente. Por un lado está la comida diaria, realizada por un menor número de personas en las que se busca una facilidad y rapidez de realización. Pero al mismo tiempo, también existe una dedicación lúdica a la cocina, que se realiza en un menor número de ocasiones, pero que va a llevar a la necesidad de productos de alta calidad o de mayor sofisticación.

Por otro lado, el nivel de formación de la población está aumentando y ello lleva a un conocimiento mayor del tipo de alimentación que quiere llevar, y, consecuentemente, el grado de información sobre los productos que compra, exige que sea mayor. A todo ello hay que añadir la mayor preocupación que actualmente existe por los aspectos relacionados con la salud. Por ello, la propagación de productos «con o sin» determinados componentes y el futuro de los productos que aun habiendo sufrido alguna transformación, mantienen características de naturales, está siendo importante.

Por último, referirnos al envejecimiento de la población y al aumento de hogares unipersonales, caracteres que van a influir en el tipo de productos demandados.

Estos rasgos explican las tendencias que el M.A.P.A. apunta para los próximos años y que se resume en los siguientes epígrafes:

- a.- Sustitución de unos alimentos por otros de mayor prestigio para proporcionar el mismo tipo de nutrientes básicos. De esta forma

se explica el retroceso en el consumo de huevos y legumbres en favor de carnes y pescados.

- b.- Disminución del consumo de productos que desde un punto de vista saludable conllevan algún riesgo, como sería el caso de carnes grasas, productos con alto contenido en hidratos de carbono que son asociados con el aumento de peso, mantequillas y margarinas y de la leche cruda entre otros.
- c.- Incremento de alimentos con más estimación desde un punto de vista gastronómico o que son símbolo de mayor calidad. Ello ratificado por el aumento en el consumo de mariscos, de pan industrial o de vino de calidad.
- d.- Avance notable de los productos con cierto grado de elaboración que se acomodan a las formas de vida actual. Ejemplos de ello es el incremento en el consumo de carnes transformadas o de pescado congelado, de los derivados lácteos, de las frutas y hortalizas transformadas y de los platos preparados.

2.2. La distribución de productos agroalimentarios

La cadena de distribución de alimentos puede estar formada por múltiples eslabones hasta llegar al consumidor, y decimos puede, porque también son numerosas las posibilidades que el consumidor tiene para acceder a ella. Si nos fijamos en la estructura que presenta el grupo de empresas que realizan el último paso de la distribución de alimentos, vemos que también está formada por un pequeño conjunto de grandes distribuidores con los que deben convivir los detallistas de pequeños comercios tradicionales o las cooperativas o economatos. Lógicamente, las actuaciones y problemática de cada grupo son totalmente diferentes.

Según los datos del Panel de Consumo del M.A.P.A. (cuadro nº 1) la participación de las tiendas tradicionales en el valor de la compra realizada para los hogares está disminuyendo, mientras que, el crecimiento es sostenido, aunque paulatino, para los hipermercados. Las tiendas tradicionales y autoservicios y supermercados acaparan alrededor de un 70% del valor de la compra.

CUADRO 1

Cuota de mercado de la distribución final de alimentos en hogares

	1987	1988	1989	1990	1991
Tiendas tradicionales	53.28	51.88	49.24	49.2	40.2
Autoservicios y supermercados	29.94	30.08	31.40	31.4	26.7
Hipermercados	3.46	4.52	5.78	5.8	6.2
Economatos y cooperativas	2.03	2.09	1.93	1.9	1.1
Otras formas de adquisición	11.29	11.43	11.65	11.7	25.8

Fuente: M.A.P.A.

Tras unos años de expansión de las grandes superficies, en estos momentos, se está tendiendo a su asentamiento, basando su lucha para la captación de clientes en las estrategias de marketing en las que basan su lucha por la captación de clientes. La gran mayoría de ellos han realizado incursiones en la producción de alimentos a través de las llamadas marcas blancas, pero esta tendencia también se ha estabilizado.

Mientras que se consolidan las grandes superficies, el pequeño comerciante está replanteándose su situación, buscando cuál debe ser su estrategia ante el alto número de ellos que están desapareciendo. Siendo importante resaltar el hecho de que, mientras las tiendas especializadas se mantienen, es en los comercios polivalentes donde se está produciendo el mayor descenso, siendo estos, fundamentalmente, los que deben realizar una reestructuración para adaptarse a las nuevas condiciones de su entorno, tanto por los cambios que han experimentado sus clientes como por su competencia, para encontrar cuáles son sus ventajas competitivas, cosa que no pocos parecen aceptar.

Ahora bien, por comparación con el resto de países miembros de la Comunidad, el ratio de tiendas de alimentación existente por número de habitantes es mayor en Portugal, seguido de España, Grecia e Italia donde es similar y se encuentra alrededor de tres, duplicando el valor de Alemania, Bélgica y Francia. Por ello, decir que se debe producir

una renovación de las costumbres tradicionales que venían empleando si no quieren perder la cuota de mercado que la lucha contra las grandes superficies les está dejando. Entre las posibilidades que tienen, se plantean la tendencia a productos de calidad, aprovechamiento de la cercanía a la vivienda, el servicio más personalizado que pueden ofrecer a los clientes... La integración en cadenas para centralizar las compras es la tendencia actual en cuanto a la relación que mantienen con la industria alimentaria, lo que les permite, en cierta manera, competir con una de las grandes ventajas de las grandes superficies.

Las grandes superficies, ostentan una situación de poder respecto a las industrias agroalimentarias. Están en la obligación de venderles, entre otras razones, porque las operaciones que realizan con ellos van a ser de mayor volumen ya que abarcan a un sector amplio de mercado y pueden aprovecharse de sus campañas de marketing. Esta posición de privilegio que ostentan les lleva a imponer fuertes condiciones para la distribución de sus productos, predominio que se refleja en las concesiones que deben realizarles sólo para acceder a que comercialicen sus productos (aún más, si quieren que sus productos ocupen posiciones estratégicas dentro de los centros de ventas) como la obligación de realizar ciertas ofertas o soportar los largos períodos antes de cobrar la mercancía servida.

2.3. Los agricultores

Como ya hemos comentado al inicio de este artículo, la cadena comenzaba con los agricultores que actuaban como proveedores de la empresa de este sector. Ahora bien, el rasgo diferenciador es la relación que con ellas mantiene.

Si el resto de elementos imponían sus condiciones a las industrias agroalimentarias, en el caso de los agricultores, ello debe ser todo lo contrario. Las industrias deben tener claro las características de los productos que necesitan y, por otro lado, los agricultores deben ser capaces de ofrecérselos.

Ello implica la profesionalidad de los agricultores, que deben estar abiertos a captar todas esas condiciones para que la industria absorba sus productos.

Debemos abandonar la idea de que a la industria transformadora van los productos que en fresco no se pueden vender, bien por su baja

calidad o bien porque el mercado no lo absorbe. La industria agroalimentaria debe ofrecer productos de calidad y para ello debe contar con productos con unas condiciones determinadas que el agricultor debe saber satisfacer.

Esos acuerdos de colaboración que en otros tipos de industrias se establecen entre proveedores y casa matriz, que tan buenos resultados están dando, por ejemplo en la industria del automóvil, no debemos estar lejos de observarlos en este tipo de industria.

3. EL SECTOR AGROALIMENTARIO EN ESPAÑA.

El Mercado Único Europeo ha supuesto un cambio para la industria española, aún antes de su establecimiento. La masiva entrada de capital extranjero y las inversiones realizadas en los últimos años han sido las principales repercusiones en el sector agroalimentario.

En el ranking de empresas alimentarias que elabora la revista ALIMARKET en su memoria del año 1991, de las 50 primeras, 22 eran extranjeras, siendo superior la participación de empresas españolas en este grupo respecto al año anterior, que era del 50%. Por el contrario, es mayor el volumen de ventas realizado por las empresas extranjeras así como el número de empleados que poseen. (El volumen de ventas para las empresas extranjeras de este grupo fue de 1.133,8 mil millones de pesetas, mientras que para las españolas se situó en 963,6. El número de empleados era de 27.832 y de 48.347 para el conjunto de las empresas españolas y extranjeras respectivamente)

La penetración de capital extranjero en este sector se venía realizando ya durante varios años, fundamentalmente por la compra o participación de empresas españolas. Entre las vías de acceso a un nuevo mercado, la adquisición de empresas ya establecidas en él es quizá la que permite realizarlo con una mayor rapidez. Permite no sólo el mantenimiento del mercado que la empresa adquirida posee, sino además, el aprovechamiento de sus canales de comercialización para la distribución de productos de la empresa que desea acceder a él.

Por un lado, unas favorables condiciones socioeconómicas, y por otro, las características propias de nuestra industria agroalimentaria, como su variedad y su capacidad, creaban un entorno atractivo para el capital multinacional, siendo el resultado fue que numerosas empresas extranjeras centraron sus intereses en la compra de empresas,

generalmente punteras, siendo muy elevado y creciente el número de operaciones realizadas en los últimos años (cuadro nº 2). Por el volumen de operaciones realizadas, destaca el año 90, con la espectacular cifra de 226,7 mil millones de pesetas (de los que 98 corresponden a una sola operación, la venta del grupo Cruz Campo a Guinness). En el año 91 los inversores extranjeros participaron únicamente en el 26,6% de las operaciones pero con un 67,2% de la inversión.

CUADRO 2

Operaciones de compraventa realizadas en el sector alimentario durante los años 1989-91. (En millones de pesetas)

	Número de operaciones	Volumen de inversión controlado
1989	159	86.303
1990	194	226.703
1991	203	86.029

Mientras que, en sentido contrario, ha sido muy escasa la actividad desarrollada por las empresas españolas, aunque sí se ha producido un ligero incremento de la presencia de productos españoles en los mercados europeos, gracias a la mayor facilidad de acceso que ha supuesto.

Al mismo tiempo, el Mercado Único también provoca un replanteamiento de las variables internas de las empresas. La incertidumbre de lo que iba a ocurrir, pero al mismo tiempo, las perspectivas que el acceso a dicho mercado podía suponer para las empresas españolas, les obligaba a replantearse la gama de sus productos, los procesos utilizados, la organización interna, las actividades de marketing, el emplazamiento de las instalaciones, etc., con el fin de prepararse para competir en el nuevo escenario europeo.

Seguramente, el factor que más decisivamente ha influido en la realización de estos cambios han sido las ayudas concedidas por la

Comunidad y el Estado español durante los últimos años, que han conducido a la modernización de la industria del sector.

En el cuadro nº 3, hemos recogido el valor de las subvenciones más representativas recibidas por las empresas de este sector en el período 88-91, que en total ascienden a 121.463 millones de pesetas, y para dar una idea del volumen invertido en el período, indicaremos que, como media, representa un 20% de la inversión inducida por ellas. En el año 1991 se produce una modificación en el planteamiento de las ayudas otorgadas por la Comunidad. Se aprueban un conjunto de planes sectoriales con la intención de que los sectores sean tratados de forma integral, aprovisionamiento, comercialización interior y exterior, consumo, objetivos y medidas para su logro.... y para apoyarlos en el trienio 1991-93 se aprobaron dos marcos comunitarios. En la casilla correspondiente al R.(CEE) 355/77 del año 91 hemos recogido el total de la subvención aprobada en ellos tanto por el Feoga-Orientación como por el Estado en el citado año, pero que es subvencionable en el trienio.

CUADRO 3

Subvenciones recibidas por el sector agroalimentario en el periodo 1988-91 (Millones de pesetas)

	1988		1989		1990		1991	
	Subv.	% Inv.	Subv.	% Inv.	Subv.	% Inv.	Subven.	% Inv.
R.D. 1462/86	3548.7	8	5060.0	9.5	11263.0	16.5	8285.0	15.7
Zonas de Preferente Industrialización	1469.4	8.5	407.7	15.1	184.0	8.9		
Grandes áreas de expansión	6081	15.4	412.8	14.3				
Incentivos económicos regionales	4904	25	32062.0	23.3	7191.0	17.8	5697.0	13.9
Líneas de Ayudas singulares	43							
- Asistencia Técnica			77.1	32.3	161.0	-	103.3	
- Centrales Lecheras			533.0	55.5	453.0		350.3	
R.(CEE) 355/77	7089	22	6327.0	18.3	8635.0	19.7	10969.0*	35.8*
TOTAL	23092.1		44879.6		27887.0		25604.6	

* Subvención aprobada para el trienio 1991-93

Las ayudas recogidas en el son las siguientes:

- R.D. 1462/86: años 1988, 89, 90, 91.

- Zona de preferente industrialización: 88, 89.

- Grandes áreas de expansión industrial: 1988, 89.

- Incentivos económicos regionales: 1988, 89, 90, 91.

- R (CEE) 355/77: 1988, 89, 90. El valor que hemos reseñado en el año 1991 corresponde al valor de la subvención aprobada para los proyectos que son subvencionables en el trienio 1991-93.

Por sectores, es el cárnico el que mayor volumen de subvenciones ha recibido en el período, correspondiéndole un 18,8% de las reseñadas (cuadro nº 4¹). Es seguido por las «industrias enológicas y de bebidas alcohólicas» y por el de «manipulación de productos agrícolas», que recibieron alrededor de 18 mil millones de pesetas,

aproximadamente un 15% cada uno del citado volumen. Por contra, el sector de «Piensos, huevos y derivados», al que se le ha destinado 1.763 millones de pesetas de estas subvenciones, ha sido el que menor cantidad ha recibido.

CUADRO 4

Subvenciones concedidas en el periodo 1988-91 a la industria agroalimentaria por sectores

	1988	1989	1990	1991	Total
Aceites y grasas	539	973	999.9	1180.7	3692.6
Azúcar, dulces y alcohol no vínico	566	1232	1414.8	675	3887.8
Cereales y diversas	2252	6182	3005.5	2150.5	13590
Enológicas y bebidas alcohólicas	2868	6188	3739.4	6099.1	18894.5
Industrias cárnicas	5025	7161	5887.7	5058.9	23132.6
Industrias Lácteas	1978	4013	2647.2	2360.8	10999
Industrias forestales	184	2036	771.8	931.9	3923.7
Jugos, conservas y cong. vegetales	3084	7433	2021.7	3266.3	15805
Manipulación de prod. agrícolas	4406	5942	4230.6	3609.2	18187.8
Pescados y derivados de la pesca	1950	2655	1879.4	2809.4	9293.8
Piensos, huevos y derivados	242	452	492	576.9	1762.9

Contábamos con datos acerca de cuál era la distribución por Comunidades Autónomas de algunas de las citadas ayudas² y las hemos resumido en el cuadro nº 5. Indicar que no incluye la totalidad del montante recogido en el cuadro nº 3, pero hemos considerado de interés incluirlo, ya que dará idea de la distribución de las empresas de este sector en el estado español. Las empresas de Andalucía, seguidas de las situadas en ambas Castillas han sido las principales receptoras de estas ayudas, a las que, en conjunto, se les han destinado el 46% del total.

Si bien algunos autores han calificado a las ayudas dadas a este sector de generosas y de favorecer, en última instancia, a la gran

² Las ayudas recogidas en el cuadro número 3 son las siguientes:

R.D. 1462/86: años 1988, 89, 90, 91.

Zona de preferente localización: 1988, 89.

Grandes áreas de expansión: 1988, 89.

- Incentivos económicos regionales: 1988, 89, 90, 91.

distribución³, es cierto que han servido como motor para su actualización tecnológica, siendo importante el esfuerzo que han realizado.

CUADRO 5

Asignación por Comunidades Autónomas de Ayudas Comunitarias asignadas al sector agroalimentario

	1988	1989	1990	1991	Total
Andalucía	3020.6	11361.8	2544.7	2592.9	19520
Aragón	822.5	851.4	891.2	853	3418.1
Asturias	652.1	686.8	356.4	348.4	2043.7
Baleares	77.4	30.8	20.5	50.6	179.3
Canarias	141.5	1512.3	427.8	283.9	2365.5
Cantabria	141.2	615.6	262.2	64.9	1083.9
Castilla-La Mancha	1607.7	6623.9	1658	1536.3	11425.9
Castilla-León	2277.5	4231.3	1131.3	1492.8	9132.9
Cataluña	1173.1	1383.3	3095.5	1667.9	7319.8
C. Valenciana	1121.6	996.2	2101.5	1451.7	5671.0
Extremadura	715.6	3058.8	2653.5	1124.7	7552.6
Galicia	1974.7	2740.8	952.7	1277.4	6945.6
Madrid	404.8	307.2	789.1	220.0	1721.1
Murcia	1836.4	3639.1	950.1	604.1	7029.7
Navarra	80.2	114.1	187.9	366.8	749.1
País Vasco		15.3	30.5		45.8
Rioja	543.1	79.5	401.7	246.7	1271.0
Total	16590.0	38248.2	18454.6	14182.1	87474.9

³ Las generosas inversiones, en muchas pequeñas y medianas empresas, ayudadas por los fondos comunitarios y del propio Estado Español, ha afectado al crecimiento de las más grandes, que a diferencias de los que permanecía en el mercado con instalaciones casi obsoletas, presentan unas fábricas homologables con las de las grandes empresas aunque, en muchos casos, hayan tenido que renunciar a vender su propia marca, contentándose con hacer marca blanca para la gran distribución, sin duda la gran beneficiaria de esta situación. (Alimarket).

⁴ Revista Alimarket en su memoria de 1991.

Todos estos movimientos se ven relentizados en el año 92. Se observa tanto un descenso en las inversiones como un estancamiento en la entrada de capital extranjero que pueden estar motivados por un equilibrio inversor ante las perspectivas abiertas desde las diferentes administraciones en el primero, y, en el segundo, bien al hecho de haberse cubierto los intereses de los grandes grupos extranjeros en las operaciones realizadas con anterioridad, o al hecho de que en algunas de ellas «no sólo no se han consolidado las facturaciones que heredaron, sino que la mayoría de las veces las han hecho retroceder⁴».

4. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE LAS EMPRESAS ALIMENTARIAS

4.1. Análisis tradicional de ratios

El estudio se realiza sobre una muestra de 26 empresas del sector alimentación en España en el año 1991. De este grupo, la mitad cotizan sus acciones en bolsas españolas. En el cuadro nº 6 se presenta el valor medio (M) y la desviación típica (D.T.) de los ratios calculados para las empresas que cotizan en bolsa (B), las trece que no lo hacen (NB), y para el total de las empresas analizadas (T). La información contable se ha obtenido a partir de los datos publicados por el diario El País sobre empresas nacionales.

CUADRO 6

Ratios analizados en la muestra de empresas

RATIO	M.T.	D.T.T	M. B.	D.T.B.	M.NB	D.T.NB
LIQUIDEZ	130.92	39.78	129.10	44.95	132.74	33.72
TESORERIA	89.71	36.97	84.55	34.36	94.88	38.72
SOLVENCIA	222.72	74.99	224.05	76.67	221.4	73.25
AUTONOMIA	82.73	15.22	75.92	17.29	88.63	9.91
COBERTURA	104.27	31.48	91.09	29.43	117.45	27.72
ENDEUDAMIENTO	221.95	69.42	216.45	65.50	227.06	72.49
ROT. ACTIVO	187.96	102.7	131.13	59.06	240.72	106.39
R. FINANCIERA	21.41	10.40	21.79	8.00	21.04	12.34
R. ECONOMICA	11.23	5.30	11.31	3.39	11.15	6.68
M. BRUTO	19.13	24.78	13.52	6.87	24.74	33.44
R. VENTAS	9.31	7.46	10.25	5.02	8.37	9.19
BN EMPLEADO	1.14	1.46	1.30	1.48	0.99	1.42

En los ratios de tesorería, liquidez, Autonomía, cobertura, endeudamiento, rotación del activo y margen bruto, las empresas que no cotizan en bolsa presentan valores superiores. Respecto a la solvencia, rentabilidad financiera, rentabilidad económica, rentabilidad de ventas y beneficio neto por empleado son superiores las admitidas en bolsa.

Ahora bien, se debería comprobar si estas diferencias son significativas desde un punto de vista estadístico. Para averiguarlo, realizamos un análisis de varianza para cada ratio. Una forma sencilla de analizar la significación de las diferencias entre las medias de los ratios de las empresas en bolsa y las que no cotizan es la utilización de los intervalos LSD (Least Significant Difference) para cada ratio medio. Esta técnica se lleva a cabo mediante el programa estadístico STATGRAPHICS, en los gráficos del 1 al 12 se muestran los resultados. Obtenidos los intervalos LSD la diferencia entre dos variables se considera significativa si sus respectivos intervalos no se solapan, y no significativa en caso de que se solapen. De este modo, creando una variable Dummy que tome valor 1 para las que cotizan en bolsa y 0 para las que no lo hacen, se comprueba de una forma gráfica y para un nivel de significación estadística del 95%, que sólo existen diferencias respecto a autonomía, cobertura y rotación del activo. En el resto de ratios no existen diferencias significativas entre ambas, por lo tanto, en estos últimos, se pueden considerar los totales como referencia del grupo de empresas estudiadas. A realizamos un breve comentario de los ratios hallados:

GRÁFICOS 1 - 12

Gráfico 1

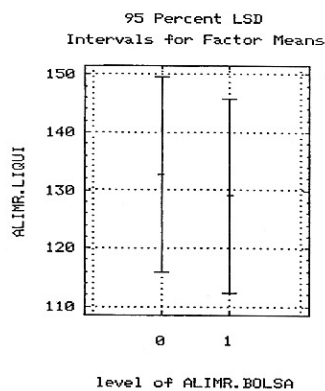


Gráfico 2

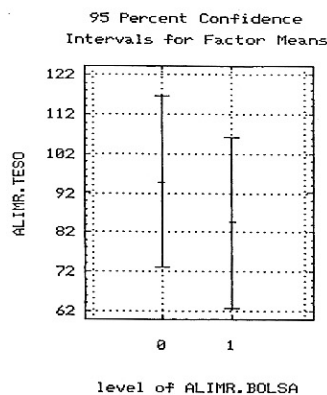


Gráfico 3

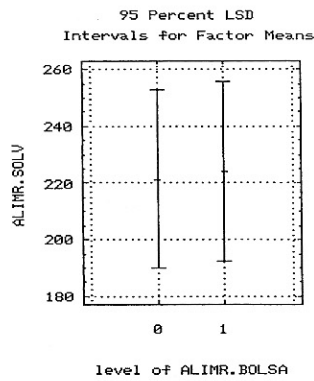


Gráfico 4

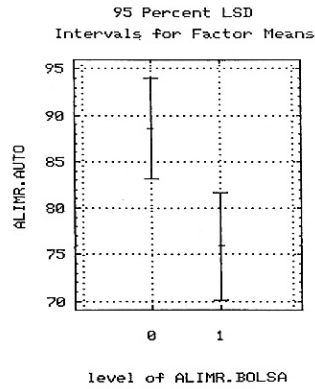


Gráfico 5

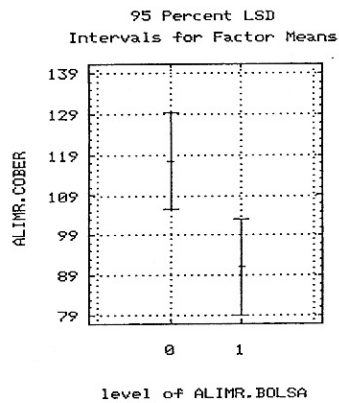


Gráfico 6

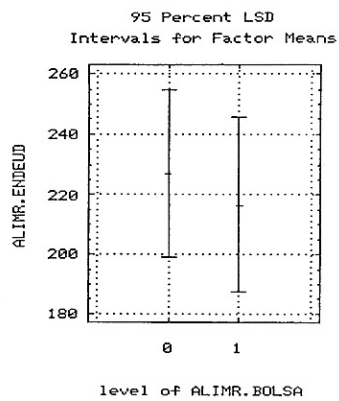


Gráfico 7

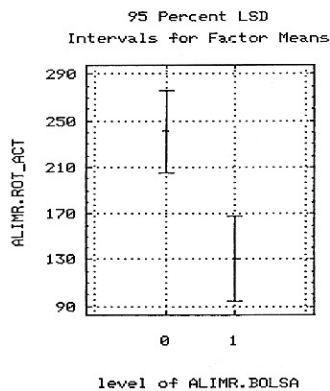


Gráfico 8

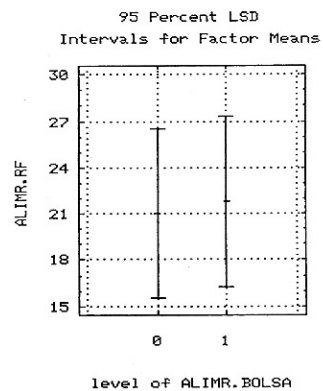


Gráfico 9

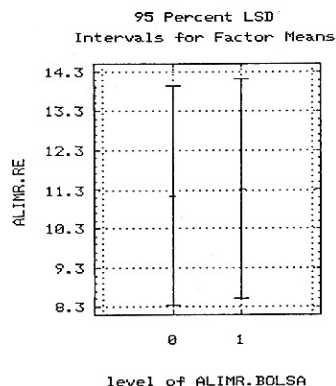


Gráfico 10

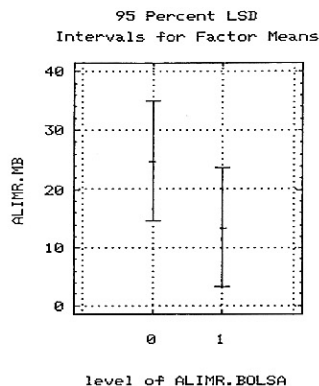


Gráfico 11

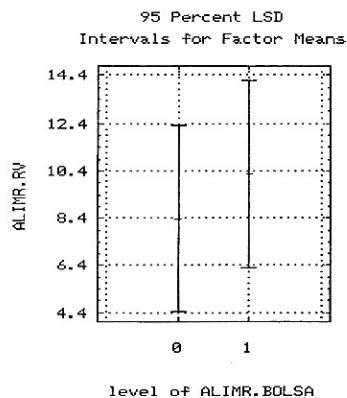
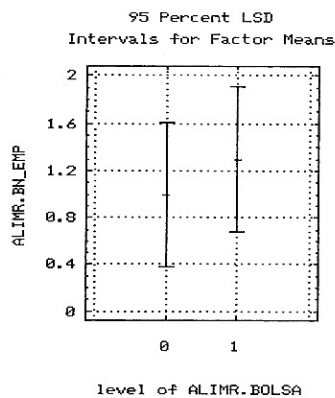


Gráfico 12



Liquidez (disponible+realizable+existencias/deudas a corto): Indica las unidades monetarias realizables a corto plazo por cada unidad exigible en el mismo período. La cifra obtenida en el sector objeto de estudio es de 130.92%, ligeramente por debajo de la media de las empresas manufactureras de la economía española que oscila en torno a 140%.

Tesorería (disponible+realizable/deudas a corto): Proporciona una imagen más precisa de la liquidez de una empresa, al no considerar los stocks, que suponen la parte menos líquida y más difícilmente realizable. El ratio obtenido es de 89.71%, lo que indica que las empresas prácticamente disponen a corto plazo de capacidad

de pago suficiente para hacer frente a las obligaciones contraídas. Los valores medios de este ratio en España se encuentran en torno al 80%, creciendo con la disminución del tamaño de la empresa.

Solvencia (activo total/recursos ajenos): Supone una medida de la capacidad de la empresa para hacer frente a la totalidad de su exigible, no solo a corto plazo como la liquidez. El ratio medio del sector es de 222.72%, por lo tanto el activo supera al pasivo exigible y están en situación de hacer frente a sus deudas. Por lo tanto, estas empresas cuentan con una buena salud financiera. En 1990, según la Central de Balances del Banco de España, el valor medio para la empresa española era de 172%.

Autonomía (recursos propios/recursos permanentes): Informa sobre el porcentaje de los recursos a medio y largo plazo que han sido financiados por la empresa. Cuando este ratio es inferior al 50% se suele considerar que la capacidad de crédito a largo plazo de la empresa está saturada. En este ratio se observan diferencias significativas entre las que cotizan y las no lo hacen. Las admitidas en bolsa presentan una media inferior, el 75.92%, lo que indica que recurren en mayor medida a la financiación ajena. Este hecho se debe probablemente a la mayor facilidad de obtener recursos ajenos por el prestigio que supone el cotizar en bolsa, además de proporcionar una mayor información para los acreedores. Las que no cotizan tienen una media superior, el 88.63%. Se puede deducir que estar admitida en bolsa mejora el acceso a los recursos ajenos. El valor en 1990 para la empresa media española era de 64%.

Cobertura (recursos propios/activo inmovilizado neto): Indica la tasa de cobertura de las inversiones fijas netas por los capitales propios. Respecto a este dato se aprecian diferencias significativas entre las que cotizan y las no admitidas. De este modo comprobamos que en las no cotizadas, con un ratio de 117.45% los recursos propios son suficientes para cubrir el valor del activo fijo. No ocurre lo mismo en las admitidas, con el 91,09%, casi un 10% es financiado con recursos ajenos. Se vuelve a confirmar la mejor situación para recurrir al endeudamiento por parte de las firmas que cotizan en bolsa. Para la empresa española media, el valor de este ratio en 1990 estuvo alrededor de 63%.

Parece interesante calcular el coeficiente de financiación del inmovilizado (recursos permanentes/activo inmovilizado neto). Respecto a este dato no se observan diferencias significativas, por lo que tomaremos la cifra media total de 125,69%. Se comprueba que los recursos a largo plazo cubren la totalidad de las inversiones a largo plazo, permitiendo un fondo de maniobra positivo. El valor medio de este ratio en la empresa española en 1990 era de 181%.

Endeudamiento (activo total/recursos propios): Indica la relación entre el activo total (o el pasivo total) y los recursos propios. El ratio medio del sector es 221,95%. Su inversa mide el porcentaje del pasivo total que representan los recursos propios, el 45,25%, por lo tanto los recursos ajenos suponen el 54.75% del pasivo total. El valor medio del ratio recursos propios/pasivo total en la empresa media española en 1990 era del 42 por 100. El cociente entre los recursos ajenos y los propios es de 1,21, para la empresa media española en 1990 de 1,4. Concluimos que las empresas alimentarias todavía pueden recurrir a la financiación ajena, ya que el límite se estima en la cifra de 2. A partir de esta cifra se incrementa en gran manera el coste de endeudamiento, en el caso de concederse, así como las exigencias de los acreedores, limitando la capacidad de endeudamiento de la empresa.

Rotación del activo (ingresos totales/activo total): El valor de este ratio nos indica la contribución de los recursos totales de la empresa en su cifra de ingresos. En este ratio se observan diferencias significativas entre las admitidas, con un valor más bajo, el 131,13% y las no cotizadas que obtienen unos ingresos superiores por cada peseta de su activo, en concreto el 240,72%.

Rentabilidad financiera (beneficio ordinario/recursos propios): Mide la capacidad de la empresa para retribuir a los propietarios de los fondos propios. En las admitidas a cotización supone la rentabilidad para los accionistas. Como no se aprecian diferencias significativas entre las que cotizan y las que no, la rentabilidad media que obtendrían ambos tipos de propietarios sería similar en caso de que todas cotizaran en bolsa. El valor obtenido es de 21,41%.

Rentabilidad económica (beneficio ordinario/activo total): Muestra el beneficio que la empresa obtiene por la totalidad de los recursos

empleados en el proceso productivo. Para las empresas del sector estudiado ha sido de 11,23%. Es de destacar que no se detectan diferencias significativas en este ratio, al contrario que sucedía con rotación del activo, por lo que, a pesar de obtenerse unos mayores ingresos respecto al activo en las no cotizadas, esta ventaja se pierde cuando se considera el beneficio ordinario.

Rentabilidad de ventas (beneficio ordinario/ingresos totales): Refleja la contribución que ha tenido en la generación del beneficio empresarial cada peseta vendida. El valor obtenido ha sido de 9,31% y no se aprecian diferencias significativas entre ambos grupos de empresas.

Margen bruto (resultado bruto de explotación/ingresos totales): Indica el resultado bruto obtenido por cada peseta ingresada durante del período considerado. Su valor total es de 19,13%

Beneficio neto por empleado: Este ratio expresa el importe del beneficio neto que, por término medio, genera cada empleado de la empresa. El valor medio para el total las empresas del sector estudiadas es de 1,14 millones de pesetas.

4.2. Análisis a través de los métodos de regresión

Se trata de una aplicación de los métodos de regresión al análisis de ratios, buscando una ecuación que se ajuste mejor a la nube de puntos de las medidas del conjunto de empresas estudiadas, que la simple obtención de los valores medios.

Tomando el numerador del ratio como variable dependiente y el denominador como variable exógena, podemos ajustar por regresión una recta que pase por el origen, siendo la pendiente el valor del ratio, que se calcula con una mayor precisión, ya que las rectas obtenidas a través de estos métodos mínimo-cuadráticos se ajustan mejor a la nube de puntos que la simple media de todos los ratios. No obstante, y dejando de lado el planteamiento inicial de los ratios, la ecuación lineal no es la única función por la que se puede ajustar una nube de puntos. De este modo la utilización de funciones logarítmicas, cuadráticas, etc., sería de mayor utilidad, ya que se elegiría aquella con un mayor coeficiente de determinación.

CUADRO 7

Formulación de ratios mediante ecuaciones de regresión

RATIO	ECUACION	R ² (%)
LIQUIDEZ	$D+R+E = 1,199398*DC$ (31,397)	97,53
TESORERIA	$D+R = 0,876106*DC-3,417351E-6*DC^2$ (9,845) (-3,073)	92,27
SOLVENCIA	$AT = 2,293331*RA-5,181069E-6*RA^2$ (14,446) (-3,4162)	96,73
AUTONOMIA: Bolsa	$RP = 0,756249*RPER$ (33,127)	98,92
No Bolsa	$RP = 0,885929*RPER$ (88,581)	99,82
COBERTURA: Bolsa	$RP = 0,87037*IN$ (19,169)	96,84
No Bolsa	$RP = 1,329012*IN-0,00001*IN^2$ (10,442) (-2,8111)	98,10
ENDEUDAMIENTO	$AT = 2,002801*RP$ (20,619)	94,24
ROTACION ACTIVO Bolsa	$IT = 0,000013*AT^2$ (9,9510)	89,19
No Bolsa	$IT = 1,590509*AT$ (7,7352)	82,15
RENT. FINANCIERA	$B = 0,270794*RP$ (12,626)	90,36
RENT. ECONOMICA	$B = 0,136749*AT$ (21,531)	96,46
RENT. VENTAS	$B = 0,115979*IT-1,119745E-7*IT^2$ (5,673) (-3,084)	86,96
MARGEN BRUTO	$RB = 0,159242*IT-1,61813E-7*IT^2$ (4,423) (-2,485)	66,56
BENEF. EMPLEADO	$BN = 1,045207*E$ (4,889)	48,88

En el cuadro nº 7 se presentan los modelos obtenidos. Se comprueba que en determinados casos la relación entre las dos variables no permanece constante a lo largo de toda la línea. Así, la ecuación obtenida para el ratio de tesorería indica que el crecimiento del exigible a corto plazo de una empresa alimentaria respecto al disponible más el realizable es proporcionalmente mayor para niveles

elevados de estos últimos. Del mismo modo respecto a la solvencia, a medida que las empresas alcanzan niveles elevados de activo, financian sus incrementos de este cada vez en mayor grado con recursos ajenos, es decir, cuanto más grande es una empresa, más recurre a la financiación ajena. En cuanto a cobertura, las empresas que no cotizan en bolsa, para niveles elevados de inmovilizado responden utilizando menos sus recursos propios y recurriendo en mayor medida a la utilización de recursos ajenos, aquí aparece una diferencia significativa respecto a las cotizadas, que mantienen esta tendencia constante, (sin depender del tamaño), y en general con una menor utilización de recursos propios. Respecto a la rotación del activo, para las empresas que cotizan en bolsa de tamaño elevado, a los incrementos en el activo les corresponden unos ingresos proporcionalmente mayores. En cuanto a la rentabilidad de ventas, las empresas con mayores ingresos totales obtienen unos incrementos menores en sus beneficios ordinarios a medida que crecen los ingresos, esto posiblemente se deba a que también se incrementan sus costes. El mismo efecto se aprecia en el margen bruto.

5. ANÁLISIS BURSÁTIL

5.1. Cotizaciones

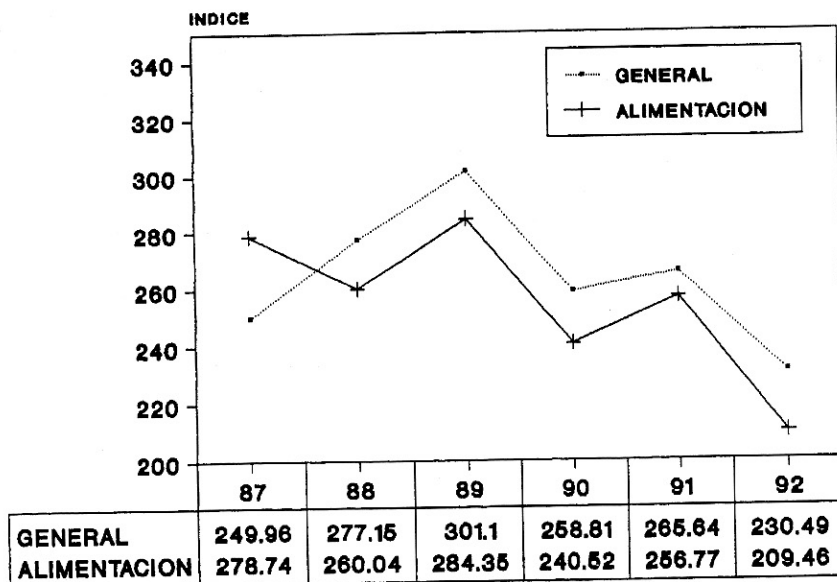
El gráfico 13 muestra la evolución del índice sectorial de alimentación en la Bolsa de Madrid, así como el índice general de dicha Bolsa. Ambas series han sido obtenidas del Boletín Estadístico del Banco de España, tomando como base diciembre de 1985 igual a 100.

En 1987 los precios de las alimentarias son superiores, pero a partir de ese año se aprecia un descenso que contrasta con el crecimiento del general, llegando este a su máximo valor en 1989, correspondiendo a un repunte en alimentación que en lo sucesivo transcurre paralelamente al resto de sectores, pero siempre por debajo.

El índice de alimentación de 1992 presentaba un valor de 209.46, prácticamente un 25% de descenso de valor durante los seis años, lo que supone un 4,88% de decremento medio acumulativo anual. Paralelamente, el índice general presenta un valor final de 230.49, un 7,78% de decremento, o 1,36% medio anual acumulativo.

GRÁFICO 13

Índice de cotización de acciones



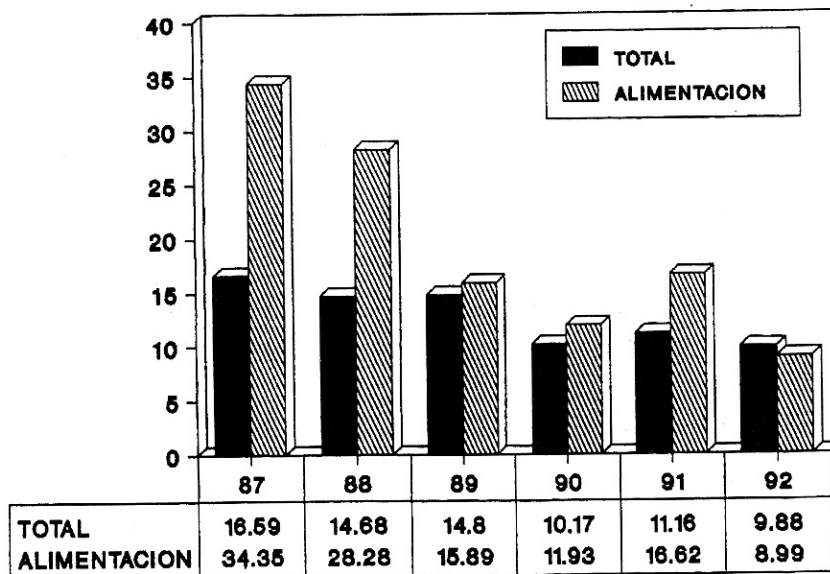
5.2. Ratio PER

La evolución seguida por el PER del sector alimentación y del total se representa en el gráfico 14. Este ratio indica la confianza del mercado en la capacidad de la empresa para mantener, o mejorar, el actual nivel de beneficios. Empresas con expectativas crecientes de beneficio deberían valorarse con un PER superior a empresas con beneficio estable o decreciente. El análisis comparado del PER del sector alimentación y el total, pone de manifiesto que el mercado ha valorado más cada unidad de beneficio en las empresas alimentarias que en el total de sectores, excepto en el año 1992, si bien la tendencia que se observa es claramente a la baja, llegando a unos valores similares al del resto de los sectores. En el año 1987 el PER de alimentación se encontraba muy por encima del total, debido a la sobrevaloración de las acciones motivada por la masiva entrada de capital extranjero, que pretendía conseguir el control del sector.

Bajo el supuesto de correcta valoración por el mercado, el PER de una empresa puede tomarse como representativo de la «calidad» del actual beneficio, o confianza en su consolidación y crecimiento futuro. La evolución del PER en el sector alimentación se podría interpretar como las dudas del mercado sobre el mantenimiento futuro de las expectativas de beneficios en las empresas alimentarias.

GRÁFICO 14

Ratio PER



5.3. Valoración bursátil

Abordaremos esta valoración a través de la formulación de un modelo de regresión múltiple, donde la variable a explicar es el valor bursátil de una empresa del sector alimentación. Dicho valor ha sido obtenido a través de su capitalización en bolsa en el año 1991. El estudio realizado es un corte transversal, sobre los datos de trece empresas que cotizan en bolsas españolas, referidos también a ese mismo año.

Del total de variables estudiadas sólo se han incluido aquellas en las que no existían diferencias significativas entre las admitidas y las

no cotizadas, con el objeto de ser aplicado también a aquellas empresas que no cotizaban sus acciones en las bolsas de valores españolas en 1991, y estimar el valor bursátil que podrían haber alcanzado. Las variables incluidas son las siguientes:

- 1.- Ingresos totales del ejercicio (IT).
- 2.- Capital social (CS).
- 3.- Recursos propios (RP)
- 4.- Inmovilizado neto total (IN)
- 5.- Activo total (AT)
- 6.- Beneficio neto del ejercicio (BN)
- 7.- Cash flow neto del ejercicio (CFN)
- 8.- Tesorería (T)
- 9.- Liquidez (L)
- 10.- Solvencia (S)
- 11.- Endeudamiento (E)
- 12.- Rentabilidad Financiera (RF)
- 13.- Rentabilidad Económica (RE)
- 14.- Margen Bruto (MB)
- 15.- Rentabilidad de ventas (RV)
- 16.- Plantilla (P)
- 17.- Beneficio neto por empleado (BE)
- 18.- Valor bursátil (VB)

CUADRO 8

Matriz de correlaciones

	IT	CS	RP	IN	AT	BN	CFN	T	L
IT	1,0000	0,9087	0,8881	0,7161	0,8640	0,8553	0,9093	-0,2363	-0,0516
CS	0,9087	0,1000	0,5664	0,6314	0,7651	0,6510	0,7585	-0,1430	-0,0774
RP	0,8881	0,5664	0,1000	0,9687	0,9475	0,8029	0,8109	0,0113	0,1062
IN	0,7161	0,6314	0,9687	0,1000	0,9642	0,7269	0,7669	-0,1436	-0,0918
AT	0,8640	0,7651	0,9475	0,9642	0,1000	0,8456	0,8811	-0,1338	-0,0243
BN	0,8553	0,6510	0,8029	0,7269	0,8456	0,1000	0,9731	0,0864	0,2689
CFN	0,9093	0,7585	0,8109	0,7669	0,8811	0,9731	0,1000	0,0444	0,2204
T	-0,2363	-0,1430	0,0113	-0,1436	-0,1338	0,0864	0,0444	0,1000	0,7995
L	-0,0516	-0,0774	0,1062	-0,0918	-0,0243	0,2689	0,2204	0,7995	0,1000
S	-0,2073	-0,3125	0,0511	-0,1180	-0,1598	0,1182	0,0970	0,3450	0,5257
RF	0,7309	0,8067	0,4223	0,4221	0,5913	0,7053	0,6847	-0,0398	0,0429
RE	0,3623	0,4411	0,3774	0,2692	0,3312	0,4934	0,5350	0,2781	0,3887
MB	-0,2598	-0,3506	0,2996	0,2124	0,0906	0,0646	0,0591	0,3524	0,3638
RV	-0,3144	-0,2910	0,4108	0,2971	0,1244	-0,0415	-0,0813	0,4710	0,2751
P	0,8100	0,8566	0,5918	0,6498	0,7435	0,5524	0,6278	-0,2762	-0,2218
BE	0,1098	-0,0676	0,2227	0,0645	0,1028	0,4593	0,3341	0,3447	0,4155
VB	0,9266	0,8036	0,8552	0,8266	0,9273	0,9318	0,9769	-0,0689	0,1270

CUADRO 8 (Continuación)

Matriz de correlaciones

	S	RF	RE	MB	RV	P	BE	VB
IT	-0,2073	0,7309	0,3623	-0,2598	-0,3144	0,8100	0,1098	0,9286
CS	-0,3125	0,8067	0,4411	-0,3506	-0,2910	0,8566	-0,0676	0,8036
RP	0,0511	0,4223	0,3774	0,2996	0,4108	0,5918	0,2227	0,8552
IN	-0,1180	0,4221	0,2692	0,2124	0,2971	0,6496	0,0645	0,8286
AT	-0,1598	0,5913	0,3312	0,0906	0,1244	0,7435	0,1028	0,9273
BN	0,1182	0,7053	0,4934	0,0646	-0,0415	0,5524	0,4593	0,9318
CFN	0,0970	0,6847	0,5350	0,0591	-0,0813	0,6278	0,3341	0,9769
T	0,3450	-0,0398	0,2781	0,3524	0,4710	-0,2762	0,3447	-0,0689
L	0,5257	0,0429	0,3887	0,3638	0,2751	-0,2218	0,4155	0,1270
S	0,1000	-0,3364	0,5211	0,3554	0,3716	-0,3681	0,8327	0,0513
RF	-0,3364	0,1000	0,5773	-0,4705	-0,1760	0,7402	0,0973	0,6890
RE	0,5211	0,5773	0,1000	0,1392	0,3075	0,4089	0,7303	0,5563
MB	0,3554	-0,4705	0,1392	0,1000	0,8892	-0,3297	-0,0558	0,0518
RV	0,3716	-0,1760	0,3075	0,8892	0,1000	-0,1684	0,5755	-0,0272
P	-0,3681	0,7402	0,4089	-0,3297	-0,1684	0,1000	-0,2215	0,7371
BE	0,8327	0,0973	0,7303	-0,0558	0,5755	-0,2215	0,1000	0,2168
VB	0,0513	0,6890	0,5563	0,0518	-0,0272	0,7371	0,2168	0,1000

El cálculo de la matriz de correlaciones entre las 18 variables consideradas se presenta en el cuadro nº 8. La variable dependiente, valor bursátil, aparece en la última fila. La interdependencia entre las variables explicativas nos indica que no se deben usar las dieciocho variables en la ecuación predictiva ya que, una regresión múltiple con elevado grado de multicolinealidad pueden contener coeficientes carentes de sentido. En estos casos la probabilidad de obtener alguna inferencia útil del modelo es prácticamente nula.

Para abordar el problema de la selección de variables explicativas en el análisis de regresión múltiple aplicamos la técnica de análisis factorial, el cual permite explicar un conjunto extenso de variables observables, muchas de las cuales pueden estar altamente correlacionadas, mediante un número reducido de variables hipotéticas incorrelacionadas llamadas factores. De esta forma cada variable exógena queda clasificada en un único factor y solamente una por factor se debe incluir en el modelo de regresión. Este procedimiento reduce sistemáticamente la probabilidad de que variables altamente correlacionadas sean incluidas en el modelo final.

Respecto al número de factores a estimar, la regla heurística más utilizada es la de extraer tantos factores como valores característicos superiores a la unidad tiene la matriz de correlaciones entre las variables explicativas.

La descomposición factorial de la misma se lleva a cabo en el cuadro nº 9, mediante el paquete estadístico STATGRAPHICS, y aplicando la mencionada regla heurística, se extraen cuatro factores.

CUADRO 9

Análisis factorial de las variables estudiadas

Var/Factor	Factor 1	Factor 2	Factor 3	Factor 4
IT	0,93403	0,00430	-0,23901	-0,09867
CS	0,87431	-0,11931	-0,32249	0,01743
RP	0,86162	0,11769	0,45721	-0,05411
IN	0,86968	-0,03434	0,41092	-0,19543
AT	0,96111	-0,02864	0,22158	-0,10826
BN	0,88523	0,28519	-0,00421	0,13656
CFN	0,92587	0,23350	-0,01119	0,10496
T	-0,09334	0,20272	0,22559	0,89499
L	0,02319	0,36461	0,13510	0,85020
S	-0,17472	0,87300	0,21619	0,14655
E	0,09578	-0,84866	-0,35608	-0,20461
RF	0,77662	-0,07203	-0,46833	0,20783
RE	0,47650	0,67745	-0,09649	0,27426
MB	-0,05579	0,07015	0,93148	0,23712
RV	-0,00924	0,34806	0,83302	0,18903
P	0,83312	-0,21032	-0,21699	-0,12669
BE	0,13128	0,90730	0,01479	0,14866

La asignación de variables a los cuatro factores principales es la siguiente:

FACTOR 1: IT, CS, RP, IN, AT, BN,CFN, RF, P

FACTOR 2: S, E, RE, BE

FACTOR 3: MB, RV

FACTOR 4: T, L

El próximo paso después del análisis factorial es detectar las componentes que son significativas en la variación del valor bursátil. Para ello se utiliza la técnica de regresión entre la variable dependiente, valor bursátil, y los cuatro componentes principales. Únicamente los factores 1 y 2 son estadísticamente significativos, con valores de la distribución «t» de 32,97 y 7,57, respectivamente. Las variables que aparecerán en el modelo de regresión buscado deben pertenecer a estos dos factores.

CUADRO 10

Modelo de regresión múltiple

VARIABLE	COEF.	ERROR STD.	VALOR-T	NIVEL SIG.
ING TOTAL	0,334977	0,031588	10,6045	0,0000
SOLVENCIA	88,558446	22,391196	3,9551	0,0023

En el cuadro nº 10 se presenta el modelo de regresión múltiple obtenido. Las variables incluidas son la cifra de ingresos totales del ejercicio, en millones de peseta,) y el ratio de solvencia (activo total sobre recursos ajenos), en tanto por ciento. La ecuación resultante es la siguiente:

$$VB (10^6 \text{ pts}) = 0,334977 * IT (10^6 \text{ pts}) + 88,558446 * S (\%)$$

La R^2 ajustada a los grados de libertad es de 93,96%, con un error estándar de la estimación de 17658,5. El valor de la distribución F es 93,9082, lo que confirma la bondad del ajuste efectuado.

La ecuación obtenida puede ser aplicada a empresas del sector alimentación que no tengan sus acciones admitidas a cotización en bolsa. Un caso particular lo constituyen las cooperativas, que no cotizan en bolsa ni nunca lo harán. Como ejemplo lo aplicamos en el cuadro nº 11 a tres cooperativas. En este caso, si comparamos el valor bursátil obtenido respecto a la cifra de recursos propios como indicador de su valor patrimonial, observamos una notable diferencia. Lo cual revela, al margen del error de estimación del modelo, una deficiente contabilización de las revalorizaciones de los activos de estas cooperativas.

CUADRO 11

Aplicación del modelo obtenido a tres cooperativas

COOPERATIVA	IT (10 ⁶)	S (%)	VB (10 ⁶)	RP (10 ⁶)
AGRO. GUISSONA	46998,91	168,86	30697,53	8000,92
COPAGA	23733,00	171,16	23107,67	3087,54
COOP. ORENSANAS	30400,00	338,40	40151,48	5921,11

6. CONCLUSIONES

El estudio realizado permite afirmar que la salud financiera de las empresas analizadas es buena, presentado el grupo de las admitidas a cotización un mayor grado de endeudamiento favorecido, en parte, por la mayor facilidad para acceder a la financiación ajena. Esto supondría un aliciente para aquellas empresas que tuvieran necesidad de recursos ajenos y consideraran su entrada en bolsa. No obstante, a medida que crece el tamaño de las no cotizadas, se observa un incremento de su exigible (hecho que es común a ambos grupos).

Las empresas que no cotizan obtienen unos mayores ingresos por sus activos, pero esta diferencia desaparece cuando se comparan en términos de beneficios. Una característica de los dos grupos es que, en las de mayor tamaño, a medida que crecen los ingresos totales el aumento de los beneficios ordinarios es proporcionalmente menor, sin duda alguna originado por el aumento de costes.

Respecto a la valoración bursátil, la ecuación obtenida refleja que las empresas con mayores ingresos y que menos han recurrido a los recursos ajenos en la financiación de su activo han sido las más favorablemente cotizadas en bolsa. Una aplicación de este modelo de valoración analógico-bursátil podría ser la determinación del valor de empresas que no cotizan en bolsa, ni lo harán, como es el caso de las cooperativas, siendo útil, por ejemplo, en procesos de fusión.

7. BIBLIOGRAFÍA

- ALIMARKET. Memoria anual, años 1990 y 1991.
 BALLESTERO, E. Métodos Evaluatorios de Auditoría. Alianza Universidad, Madrid, 1991.

- BALLESTERO, E. Principios de Economía de la Empresa. Alianza Universidad, Madrid, 1990.
- BALLESTERO, E. Teoría y Estructura de la Nueva Contabilidad. Alianza Universidad, Madrid, 1985.
- BERGES, A; SORIA, P. Comportamiento Bursátil de los Bancos Españoles. Editorial Civitas, Madrid, 1992.
- CABALLER, V. Gestión y Contabilidad de Cooperativas Agrarias, Mundi-Prensa, 1992.
- CABALLER, V. Valoración Agraria. Teoría y Práctica. Ed. Mundi-Prensa, Madrid, 1993.
- CUADRAS, C.M. Métodos de Análisis Multivariante. Eunibar, Barcelona, 1981
- DARLING, J.; TAMURA, H. Use of Orthogonal Factors for Selection of Variables in a Regression Equation-An Illustration. Appl. Statist., nº 19 1981, p. 260-268.
- EUROSTAT. Europa en cifras. Ed. Eurostat, 3^{er} ed, Bruselas, 1992.
- JAHN, H. Ajustes estratégicos de las empresas agroalimentarias, Revista de Estudios Agrosociales, nº 157, 1991.
- LAMO DE ESPINOSA, J. SUMPSI, J.M. y TIO, C. La agricultura y la alimentación, Rev. Papeles de Economía, nº50, 1991.
- M.A.P.A. La agricultura, la pesca y la alimentación en... diferentes años. Ed. Ministerio de Agricultura, pesca y alimentación.
- M.A.P.A. Anuario de Estadística Agraria, Ed. Ministerio de Agricultura, Pesca y alimentación. Madrid. Diferentes años.
- MARAVER, M. La internacionalización del sector agroalimentario. Rev. Código 84, nº 35, 1993.
- MARTINEZ SERRANO, J.A. y SANCHIS LLOPIS, A. La reestructuración empresarial en el sector de la alimentación: Análisis de las empresas en bolsa. Revista de Estudios Agrosociales, nº 157, 1991.
- MORTON, T.G. Factor Analysis, Multicollinearity and Regression Appraisal Models, The Appraisal Journal, 1977, Vol 45, p. 578-588.
- MOYA, I. Una Aplicación del Análisis Factorial en la Valoración de Empresas. En: II Simposio Italo-Español de estudio sobre: «Metodología Valorativa Presente y Futuro». Valencia, Universidad Politécnica de Valencia, 1993
- PÉREZ-CARBALLO, A. Y J.; VELA, E. Principios de Gestión Financiera de la Empresa. Alianza Universidad, Madrid, 1992.
- RODRÍGUEZ ZÚÑIGA, M. y SORIA, R. La articulación de las diferentes etapas del sistema agroalimentario europeo: evolución y

- perspectivas. *Revista de Estudios Agrosociales*, nº 157, 1991.
- ROMERO, C. *Introducción a la Financiación empresarial y al Análisis Bursátil*, Alianza Universidad, Madrid, 1989.
- WILKINSON, J. *Hacia un sistema alimentario orientado por la demanda: nuevas direcciones para la innovación biotecnológica*. *Rev. Agricultura y Sociedad*, nº 64, Julio-Septiembre, 1992.