

PROXIMIDAD DE LAS ESTRUCTURAS EMPRESARIALES DE LOS NUEVOS PAÍSES MIEMBROS DE LA UE: UN ANÁLISIS FACTORIAL DINÁMICO DE RATIOS

RESUMEN

El presente trabajo pretende analizar las consecuencias financieras de la incorporación a la UE de los 10 nuevos países de la Europa Central y del Este sobre la estructura económico-financiera de las empresas y aplicar para ello técnicas de análisis cuantitativo de ratios financieros. Bajo esta hipótesis, queremos averiguar si se está produciendo un acercamiento entre las empresas de los países recién incorporados a la UE y las empresas de los países miembros de la Europa de los 15. Comprobaremos en qué medida la creciente integración de las empresas de los primeros en los mercados de la UE, favorece la convergencia de sus estructuras productivas. La metodología seguida consiste en un análisis de componentes principales sobre una muestra de empresas obtenida de la base AMADEUS, que nos permite obtener los factores determinantes de la evolución conjunta de las variables financieras y estudiar el comportamiento de las empresas de cada país.

PALABRAS CLAVE: Ampliación Unión Europea, estructura financiera, convergencia financiera

SUMARIO:

1. Introducción
2. Datos
3. Análisis factorial
4. Resultado del análisis de la convergencia
5. Conclusiones

1. INTRODUCCIÓN

La ampliación de la UE en mayo de 2004 con diez nuevos miembros - ocho países de la Europa Central y Oriental, además de Malta y Chipre- ha sido la mayor de su historia. Para estos países se ha cumplido la consecución de una deseada meta que llega después de superar la desorganización propiciada por el vacío institucional dejado por la “planificación” y la creciente competencia asociada a la liberalización de los mercados.

Los estudios que analizan la transición de los nuevos miembros hacia la economía de mercado han sido numerosos. Inicialmente, la cercanía y vocación europea de los países candidatos hacían prever un rápido acercamiento hacia los 15 países de la Unión Europea (UE-15), por lo que tales estudios se centraron en los procesos de integración, que en aquel momento se manifestaban al margen de acuerdos institucionales y de negociaciones sobre la incorporación a la UE (Grosfeld, I. y Roland, G., 1997). Actualmente, los trabajos se relacionan con la ampliación y sus consecuencias, en un momento en que es un hecho la integración política e institucional (Sohinger, J., 2005; Deliktas, E. y Balcilar, M., 2005).

El resultado de la integración de estos países en la Unión Europea dependerá en gran medida del acercamiento que se produzca en las estructuras productivas de sus empresas. Por tanto, en la competencia y capacidad de adaptación que demuestren para desarrollar su actividad en el mercado único europeo. Es en este punto donde centramos nuestra atención, precisamente en el estudio de ese acercamiento desde un punto de vista de análisis contable. Nuestro interés es averiguar en qué condiciones de equilibrio de estructura financiera se están integrando en la UE las empresas de los nuevos países miembros. Nos preguntamos en qué grado se están reflejando en los balances de las empresas las medidas económicas tomadas por los respectivos gobiernos de los países recién integrados en la UE como consecuencia de implantar los programas de convergencia. En definitiva, nos preguntamos si se puede afirmar que tales medidas políticas provocan acercamientos entre las principales magnitudes financieras.

Con el fin de dar respuesta a éstas y otras cuestiones hemos realizado un análisis de ratios, mediante un Análisis Factorial Dinámico, con datos contables de las empresas europeas, extraídos de los balances y cuentas de resultados de la base AMADEUS.

Como resultado de dicho análisis hemos obtenido tres factores que sintetizan la evolución conjunta de los ratios a lo largo del período de estudio, a saber, 1) rentabilidad vs coste de la deuda, 2) productividad y 3) endeudamiento, y construimos los indicadores respectivos para medirlas. Utilizando dicha información realizamos un análisis de distancias de cada uno de los países de nueva integración respecto a la media europea. Los resultados obtenidos muestran que la convergencia entre los nuevos países miembros y los de UE-15, todavía está lejos de producirse en las estructuras económicas de las empresas. Tan sólo en uno de los tres factores obtenidos, el que informa de la rentabilidad, se aprecia una clara tendencia hacia la convergencia, en buena medida, animado por el descenso de los tipos de interés que ha

beneficiado a las firmas de todos los nuevos países miembros. En los otros factores, productividad y endeudamiento, esa convergencia no se ha producido, lo cual se explica por el mantenimiento de diferencias estructurales en los sistemas económicos de cada uno de los países PECO que impiden el acercamiento por razones de regulación laboral, desarrollo del sistema financiero y reformas fiscales.

El resto del trabajo se organiza del siguiente modo: en la sección 2 se describen los datos utilizados en el estudio; en la sección 3 se presenta el Análisis Factorial Dinámico realizado; en la sección 4 se analiza la convergencia y, finalmente, la sección 5 presenta las conclusiones.

2.- DATOS

El presente trabajo toma información de la base de datos AMADEUS, que contiene información financiera homogeneizada con frecuencia anual de empresas de los 25 países de la actual Unión Europea. Dicha base contiene datos de más de 157.000 grandes empresas correspondientes al periodo de 1998 a 2004, un periodo que coincide con la consolidación del proceso de privatización emprendido por los nuevos países miembros a principios de los años 90.

Los datos seleccionados corresponden a los valores medios de los ratios financieros listados en la Tabla 1 para cada uno de los nuevos países miembros de Europa Central y Oriental, excepto Malta y Chipre (PECO) y cada año. Dichos valores se fueron calculando agregando, para cada país y cada año, las diversas partidas del balance de sus empresas utilizando los datos contenidos en la base de datos AMADEUS. Así mismo, y con el fin de analizar la convergencia de las empresas de cada país con los de la Unión Europea (UE-15), se calculó el valor medio de cada ratio agregando las partidas contables de todas las empresas de la UE-15.

Con estos datos perseguimos analizar cuáles han sido los factores que han determinado la evolución conjunta de los ratios en los países y sectores considerados a lo largo de los 7 años considerados y averiguar cuál ha sido el comportamiento de las empresas de cada uno de dichos países estudiando, en particular, si ha existido convergencia entre las mismas y en qué términos se ha conseguido.

Tabla 1: Ratios Analizados

Ratio	Denominación	Significado
R1	Rentabilidad económica (<i>Return on Assets, ROA</i>)	Beneficio del ejercicio / Activo total
R2	Rentabilidad de ventas (<i>Return on sales, ROS</i>)	Beneficio neto/Ventas
R3	Rentabilidad financiera (<i>Return on equity, ROE</i>)	Beneficio del ejercicio / Fondos propios
R4	Ratio de consumo de bienes y servicios (<i>Relative Share of Purchases</i>)	Coste de bienes vendidos/Ventas
R5	Ratio de valor añadido (<i>Value Added Ratio, VAR</i>)	Valor añadido/Ventas
R6	Ratio de gastos de personal (<i>Relative Share of Staff Costs</i>)	Gastos de personal / Ventas
R7	Participación de gastos de personal en valor añadido (<i>Staff Costs Relative to Value Added</i>)	Gastos de personal / Valor añadido
R8	Gastos financieros sobre ventas (<i>Relative Share of Financial Charges</i>)	Gastos financieros / Ventas
R9	Tasa aparente de interés sobre deuda financiera (<i>Apparent Rate of Interest on Financial Debt</i>)	Ratio de gastos por intereses sobre deuda contraída con instituciones de crédito
R10	Ratio de Resultado financiero (<i>Ratio on Financial Result</i>)	Resultado financiero sobre cifra de ventas
R11	Ratio de fondos propios (<i>Own funds ratio</i>)	Ratio de fondos propios sobre cifra total balance
R12	Ratio de endeudamiento (<i>Gearing</i>)	Ratio de deuda a corto y largo plazo sobre total balance

European Commission (2001)

La Tabla 1 contiene las definiciones de los ratios empleados. Los ratios corresponden al conjunto utilizado por el *Directorate-general for Economic and Financial Affairs of the European Commission* en su *Annual Report on the Financial Situation of European Enterprises*. Nuestra idea al escoger este grupo de ratios ha sido analizar las mismas variables financieras que utiliza la CE para trabajos de características semejantes que se publican periódicamente, con el fin de obtener resultados sobre la convergencia de sus estructuras de negocio como consecuencia del perfeccionamiento del mercado único. Hemos querido utilizar un conjunto de ratios que han sido probados en trabajos previos orientados al análisis financiero de la convergencia europea, entendiendo que esto era lo más apropiado.

En trabajos anteriores puede comprobarse que este conjunto de ratios son indicadores relevantes de la evolución de las firmas industriales (ver European Commission, 1995, 1997, 1998 y 2001). Además, el mismo grupo de ratios ha sido utilizado en estudios multivariantes sobre economía europea por medio del análisis de estados financieros (Gallizo, JL., y Salvador, M., 2002; Serrano, C. et al 2002, 2005), y han servido para establecer comparaciones entre las estructuras financieras de las Pymes y las grandes empresas dentro de la UE (Rivaud-Danset, D. et al, 2001).

3. ANÁLISIS FACTORIAL

Utilizando los datos anteriores hemos realizado un Análisis Factorial con el fin de capturar los patrones simultáneos de evolución de los ratios financieros. El método de extracción utilizado fue el de Componentes Principales y se aplicó una rotación oblimin a la vista de la oblicuidad existente entre los factores. Los resultados obtenidos se muestran en las Tablas 2 a 4 siendo similares a los obtenidos con otros métodos de extracción. El paquete estadístico utilizado fue SPSS 13.0.

Se observa la presencia de 3 factores que explican alrededor del 75% de la variación total siendo las comunalidades, en general, bastante altas para la mayor parte de los ratios (ver Tabla 2) lo cual indica la existencia de una alta interrelación en su evolución conjunta. Ello viene corroborado por el valor del KMO y por la significación del contraste de Bartlett.

Tabla 2: Comunalidades, KMO y Test de Esfericidad de Bartlett

Ratio	Comunalidades
R1	0.867
R2	0.856
R3	0.857
R4	0.755
R5	0.750
R6	0.804

R7	0.346
R8	0.639
R9	0.577
R10	0.635
R11	0.941
R12	0.924
KMO	0.578
Test de Esfericidad de Bartlett	321.750
gl	55
pvalor	0.000

Con el fin de interpretar el significado de cada factor, en la Tabla 3 se muestra la matriz de estructura que contiene las correlaciones de cada uno de los ratios financieros con cada uno de los mismos.

Tabla 3: Matriz de estructura⁺

Ratios/Factores	Rentabilidad vs Coste Deuda	Productividad	Endeudamiento
R1	0.9258	0.2470	-0.1100
R2	0.9013	-0.0504	-0.2622
R3	0.9131	0.1511	-0.0413
R4	-0.2601	-0.8543	-0.2038
R5	-0.0720	-0.8413	-0.4476
R6	-0.1362	-0.8958	-0.2942
R7	-0.0190	0.5635	0.2753
R8	-0.7795	-0.2983	0.1946
R9	-0.7466	-0.1112	0.2476
R10	0.7883	0.1522	-0.2565
R11	0.2113	-0.2978	-0.9695
R12	-0.1682	0.3357	0.9609

*En negrita se señalan las correlaciones más elevadas de cada factor con las variables del estudio.

3.1. Factor de rentabilidad versus coste de la deuda (F1)

Se observa que el primer factor es, esencialmente, un contraste entre los ratios de rentabilidad (R1, R2, R3 y R10) frente a los ratios que miden el coste de la deuda (R8 y R9) capturando el comportamiento opuesto de estos dos grupos de ratios. Pone de manifiesto la relación inversa que se produce entre la rentabilidad de las empresas y el coste de la financiación ajena por gastos financieros, en un intento de explicar que los crecimientos en rentabilidad de las firmas, vienen acompañados de una reducción de los gastos financieros. En nuestro estudio, hemos observado la evolución positiva del factor rentabilidad, afectando ese crecimiento a todos los países analizados, sobre todo a partir del año 2002 (ver Figura 1).

3.2. Factor de productividad (F2)

El segundo factor está relacionado, de forma inversa con los ratios R4, R5, R6 y de forma directa, con el ratio R7. Dicho factor mide, esencialmente, el grado de productividad de las empresas del país al oponer el nivel de ventas de las mismas a los costes en los que ha incurrido para obtenerlas: consumo de bienes y servicios y gastos de personal.

El factor informa que las mejoras en productividad en la utilización de materiales y servicios para la fabricación o venta, van unidas a la reducción de la participación relativa de los gastos de personal sobre ventas. Este es un comportamiento que se observa en los países de nuevo ingreso en la UE, países en los que las políticas económicas seguidas por sus gobiernos responden a las recomendaciones del Consejo de la UE y se orientan a reducir las diferencias con los estados miembros del grupo UE-15. Dichos países de nuevo ingreso están consiguiendo avances notables en productividad y mejora tecnológica, lo que incide en un menor consumo de bienes y servicios por unidad vendida.

Por otro lado, el factor informa que el crecimiento real de los sueldos experimentado en todos los países en los últimos años del estudio, no supone una amenaza para el desarrollo de las empresas, ya que el mismo se compensa con un incremento equivalente en la generación de valor añadido y por consiguiente en el aumento de productividad laboral.

3.3. Factor de endeudamiento (F3)

El tercer factor relaciona en sentido opuesto el endeudamiento de las firmas (ratio R12) con su nivel de fondos propios (ratio R11). Es, por lo tanto, una dimensión de su grado de endeudamiento y es particularmente interesante para averiguar si existen diferencias estables en el funcionamiento interno de los países que determinen las estructuras de capital de las empresas.

En la Tabla 4 se muestran, finalmente, las correlaciones existentes entre los factores observándose la existencia de una correlación positiva débil del factor de Productividad con el factor de Endeudamiento que ponen de manifiesto el hecho de que los niveles de productividad alcanzados en los países PECO han tendido a conseguirse en la medida en que las empresas han tenido disponibilidad de acceder a financiación ajena.

Cabe destacar, sin embargo que, dicha tendencia se ha roto en el año 2004 observándose que, en la práctica totalidad de los países del Este se ha producido un descenso acusado del nivel de endeudamiento (ver Figura 5) que ha venido acompañado de un aumento en sus niveles de productividad (ver Figura 3), poniendo de manifiesto un aumento en el nivel de competitividad de las empresas de países PECO.

Tabla 4: Matriz de Correlaciones entre Factores

	Rentabilidad vs Coste Deuda	Productividad	Endeudamiento
Rentabilidad vs Coste Deuda	1.0000	0.1710	-0.1965
Productividad	0.1710	1.0000	0.3239
Endeudamiento	-0.1965	0.3239	1.0000

4. RESULTADOS DEL ANÁLISIS DE LA CONVERGENCIA

Con el fin de analizar la evolución conjunta de los ratios financieros de la Tabla 1 en cada uno de los países analizados así como la posible existencia de una convergencia de la situación económico-financiera de sus empresas hacia la de las empresas de la Unión Europea, calculamos, para cada país y cada año 3 indicadores que miden el nivel alcanzado en los 3

factores encontrados en el trabajo. Teniendo en cuenta el significado de los mismos así como la matriz de cálculo de las puntuaciones en dichos factores obtenida al aplicar el método de Bartlett se elaboraron los siguientes indicadores

$$\text{Rentabilidad vs Coste de la Deuda: } \frac{1}{6}(\text{ZR1} + \text{ZR2} + \text{ZR3} + \text{ZR10} - \text{ZR8} - \text{ZR9})$$

$$\text{Productividad: } \frac{1}{4}(\text{ZR7} - \text{ZR4} - \text{ZR5} - \text{ZR6})$$

$$\text{Endeudamiento: } \frac{1}{2}(\text{ZR12} - \text{ZR11})$$

donde ZR_i $i=1, \dots, 11$ denota la puntuación tipificada del ratio R_i . Si los valores de alguna de dichas variables estaban ausentes el indicador se calculó utilizando los valores observados del resto, ponderando sus valores de forma que se mantuviera el signo y los pesos relativos de cada una de ellas. El nivel de convergencia con la Unión Europea de cada país en cada uno de los factores se midió calculando la distancia entre las puntuaciones en el factor del país y la puntuación correspondiente a los ratios medios de UE-15.

Los resultados obtenidos se muestran en las Figuras 1 a 7. Así, en las Figura 1, 3 y 5 se muestra la evolución anual de las puntuaciones en los factores Rentabilidad vs Coste de la Deuda (Figura 1), Productividad (Figura 3), y Endeudamiento (Figura 5) para cada país junto con las de los valores medios de la Unión Europea. Así mismo, en las Figura 2, 4 y 6 se muestra la evolución anual de las distancias de cada país respecto a la Unión Europea en cada uno de los 3 factores anteriores.

Analizando el contenido de dichas Figuras se observa, en primer lugar, un aumento del nivel del factor Rentabilidad vs Coste de la Deuda en la mayor parte de los países a partir del año 2002, fruto de un aumento de la rentabilidad y una disminución del coste de la deuda (Figura 1). Este movimiento es prácticamente general en todos los países observándose, además, una tendencia a converger con los países de UE-15 en este aspecto. Está claro que a partir de los primeros años del milenio los tipos de interés tendían a la baja en los mercados internacionales, lo cual tuvo como consecuencia la reducción de los gastos financieros, también para las firmas de los países PECO, y por tanto, la mejora de su rentabilidad, aproximándose a la de sus socios europeos.

La única excepción a este movimiento de convergencia es Estonia, país en el que el factor toma valores más elevados debido a los mayores niveles de rentabilidad que generan sus empresas. No debe obviarse en este caso la buena situación económica que Estonia ha mantenido en su conjunto en el período de estudio. Con una notable estabilidad de precios (2% en 2004), con un considerable crecimiento (3% en 2004) y un bajo nivel de deuda pública (5,3% en 2004), el marco económico en el que se han desarrollado sus empresas ha sido muy favorable permitiendo incrementos de rentabilidad por encima de la media de sus socios europeos.

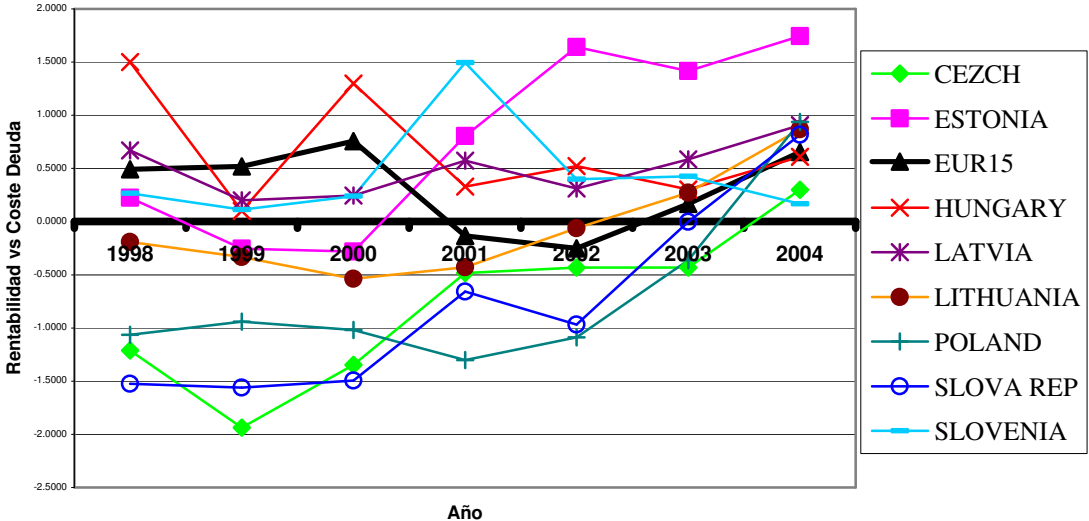


Figura 1: Evolución anual del factor Rentabilidad vs Coste de la Deuda

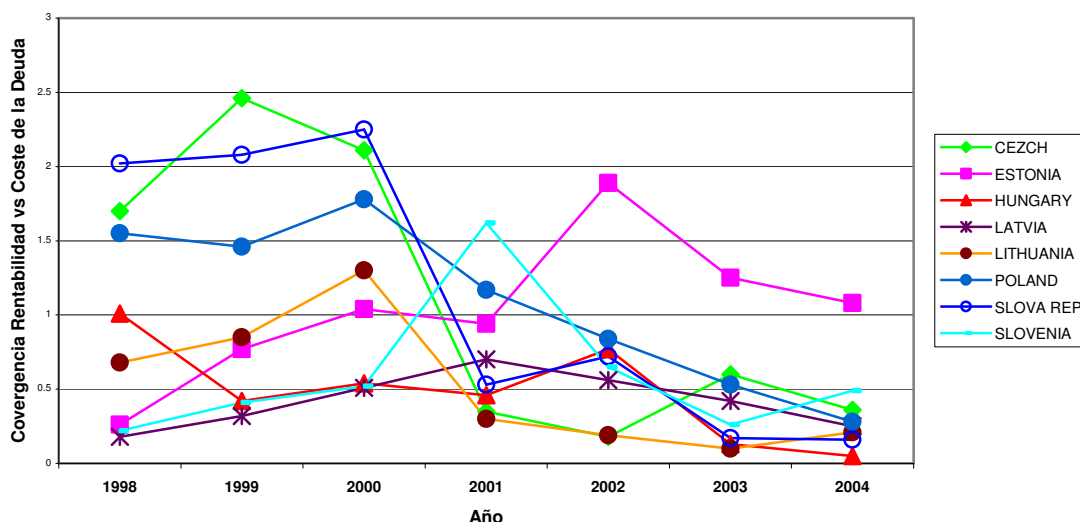


Figura 2: Evolución anual de la convergencia con la UE-15 del factor Rentabilidad vs Coste de la Deuda

Respecto al factor de productividad, se observa una evolución prácticamente constante a lo largo del periodo para la mayor parte de los países analizados (ver Figura 3) siendo Hungría, Polonia, Eslovaquia y Estonia los países con mayores niveles de productividad que los de UE-15, debido principalmente a sus menores costes de personal. Llama la atención, en particular, el alto nivel de productividad de Hungría debido a sus menores ratios de compras y de coste de personal (en torno a un 64% y un 70% más bajos que los de la Unión Europea, respectivamente). Así mismo, se observa un descenso en la productividad de Letonia en los años 2001 y 2002 así como un aumento en Eslovaquia en 2004, acercándose a la media de UE-15 debido, en los dos primeros casos a un aumento y en este último a una disminución en sus costes de personal. Son evoluciones diferentes que obedecen a la agilidad de las respectivas políticas gubernamentales. Así por ejemplo, en Eslovaquia aumentó la ocupación laboral a partir de 2003 a consecuencia de una reforma que dio mayor flexibilidad a la fijación de sueldos y a la reducción de las contribuciones sociales de las empresas. Por su lado, la convergencia en productividad laboral se está apoyando en una rápida transición del país a la sociedad del conocimiento y a la expansión de las tecnologías de la información. (European Commission, 2005b)

Por el contrario, en la República Checa se observa una disminución de su productividad en los dos últimos años motivada por un aumento de sus ratios de compra y de sus costes de

personal. En este caso el gobierno local ha visto la necesidad de adoptar medidas urgentes de reforma de la legislación laboral flexibilizando los contratos y el sistema de educación para mejorar la formación de los trabajadores, además de medidas de apoyo a la I+D+I con incentivos a las inversiones de activos fijos que se espera tengan efectos a medio plazo en los resultados de las empresas (European Commission, 2005a).

Como consecuencia de todo ello no se observa en la productividad de los factores una convergencia clara de los nuevos países miembros incorporados a la UE en 2004 con respecto a UE-15 (ver Figura 4), sino más bien un mantenimiento de las posiciones relativas de cada país, con las excepciones ya comentadas de Letonia, República Checa y Eslovaquia, países en los que se observa una cierta tendencia a diverger de UE-15 a partir de los primeros años 2000. Tan sólo Lituania muestra una evolución muy similar al de la Unión Europea, cuya trayectoria es una continuación de la tendencia de los años previos.

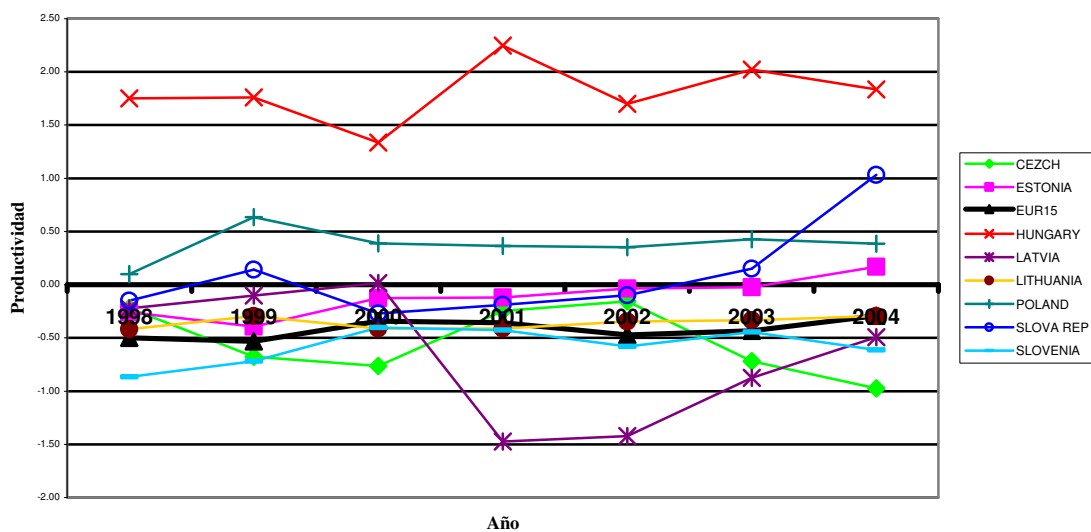


Figura 3: Evolución anual del factor Productividad

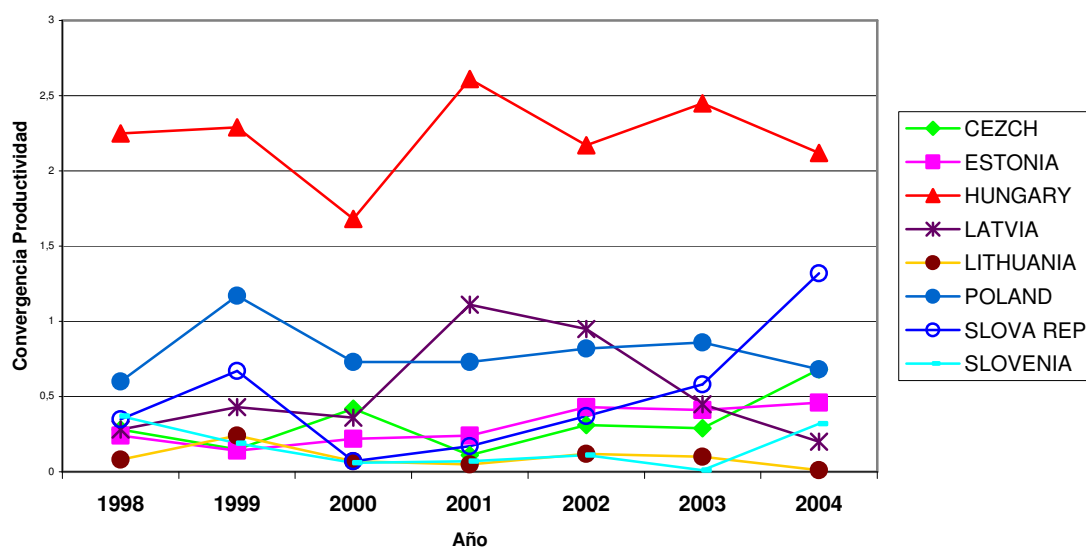


Figura 4: Evolución anual de la Convergencia en el factor Productividad

En general, las diferencias reales en productividad laboral entre países se mantienen en el tiempo. Ello se debe a las condiciones estructurales del mercado local caracterizadas por altos niveles de desempleo y bajos costes salariales, además de una legislación más rígida que impide la flexibilidad de las empresas en el momento de adaptar sus costes al nivel de producción.

Respecto al factor de endeudamiento, llama la atención la tendencia casi generalizada a una reducción de los niveles de deuda relativa en los países PECO a partir de los años 2001-2002 contraria a los altos niveles que mantienen las empresas de UE-15 en el periodo analizado (ver Figura 5) debido al descenso de los tipos de interés nominales. Fruto de dicho comportamiento no sólo no se observa una tendencia a la convergencia con UE-15 en este aspecto sino más bien lo contrario: una divergencia cada vez mayor (ver Figura 6).

Esta reducción del nivel de endeudamiento se debe, principalmente, a la entrada de capital extranjero en el neto patrimonial de las compañías de dichos países y a la escasa dimensión de su sistema financiero. La única excepción a este comportamiento es Eslovenia país en el que se observa una clara tendencia creciente en el endeudamiento de sus empresas, en parte por el más rápido descenso de sus tipos de interés que no ha tenido paralelismo en el resto de los países.

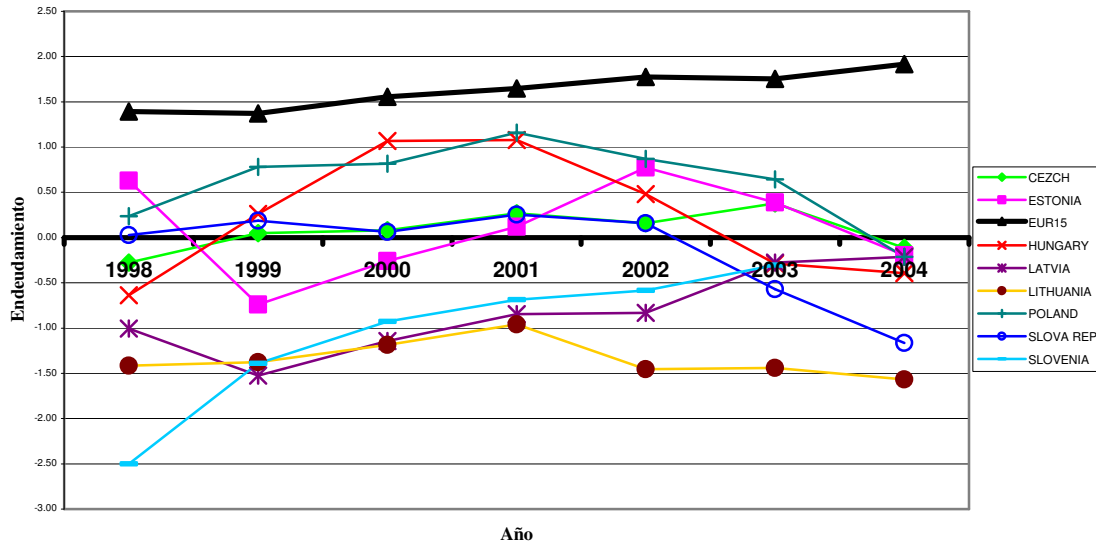


Figura 5: Evolución anual del factor de Endeudamiento

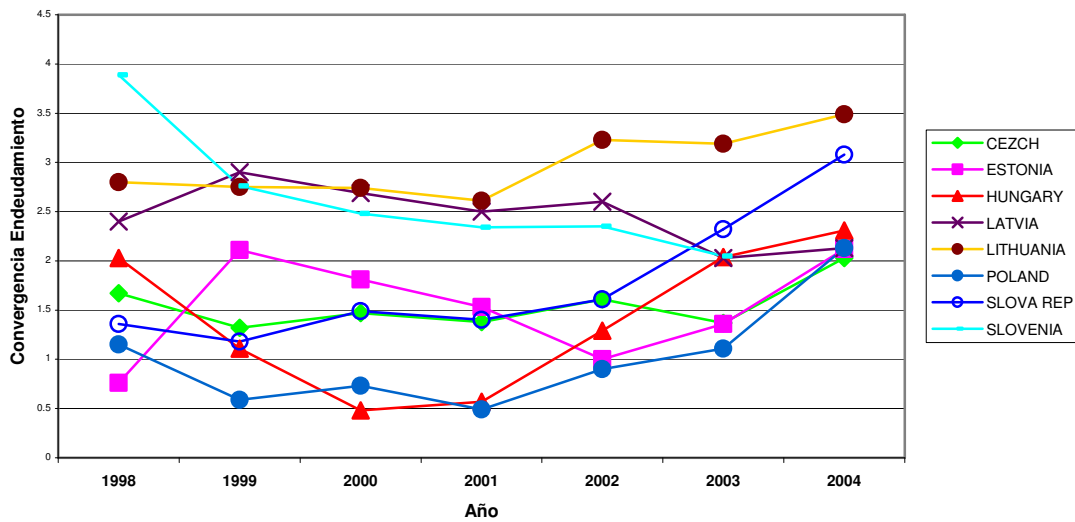


Figura 6: Evolución anual de la Convergencia en el factor endeudamiento

La evolución de la estructura financiera de las firmas en los países recién integrados en la UE, por un lado, se rige por la entrada de capital extranjero y por otro, está unida a las características de sus sistemas bancarios, que han condicionado la evolución en la distribución

de sus recursos financieros durante el período de estudio. La entrada de capital extranjero ha permitido llevar adelante reestructuraciones estratégicas y aumentos de la capacidad productiva y por ello obtener incrementos de ventas y beneficios que no se hubieran conseguido sólo con el capital doméstico (Kocenda, E. y Svejnar, J., 2003). Además, los mercados de deuda son todavía embriones respecto al valor que ya deberían haber alcanzado, lo que conduce a que apenas haya inversión colectiva y a que el sistema financiero esté basado fundamentalmente en la banca pública lo que le impide desarrollarse con agilidad, aunque los últimos años se está introduciendo con fuerza la banca de capital extranjero, que hace entrever nuevas posibilidades en la ampliación y expansión de los negocios. Todo ello explica el alejamiento (divergencia) encontrado en el factor endeudamiento de los países mencionados, con el conjunto de UE-15, en cuya área el sistema financiero es suficientemente estable y desarrollado para financiar el crecimiento de sus respectivas firmas.

Sintetizando todo lo anterior y con el fin de dar una visión global de la evolución del grado de convergencia de las empresas de los países analizados con respecto a las empresas de UE-15, en la Figura 7 se muestra la evolución anual de la distancia de los ratios de cada país con respecto a la Unión Europea (distancia de Mahalanobis).

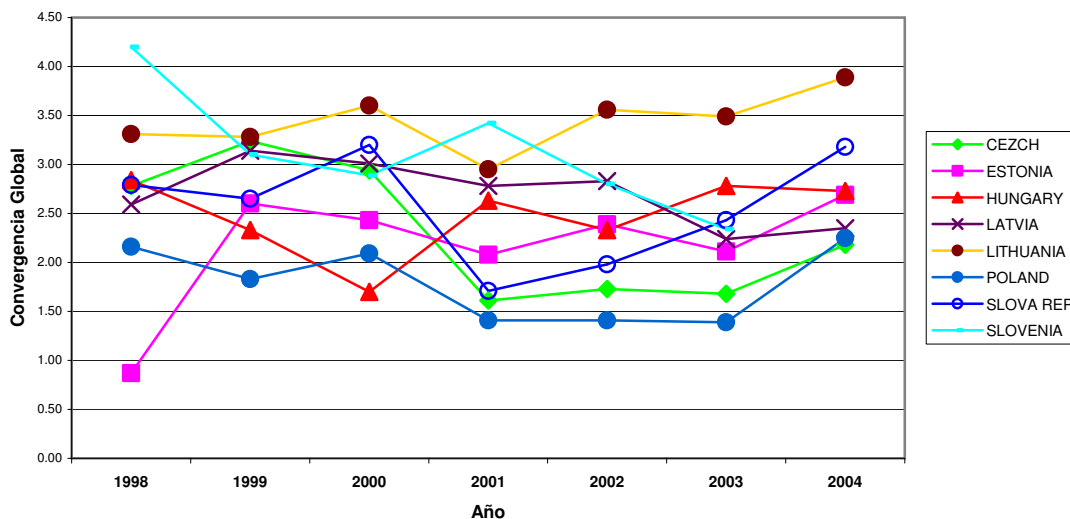


Figura 7: Evolución anual de la Convergencia Global

Dicha distancia se ha calculado a partir de las puntuaciones factoriales de cada país y de la UE-15 y utilizando la matriz de correlaciones mostrada en la Tabla 4 como estimación de la

matriz de correlaciones de dichos factores. La distancia tiene en cuenta, además de la información proporcionada por las puntuaciones factoriales que, como ya se ha comentado, sintetizan la evolución conjunta de los ratios listados en la Tabla 1, las relaciones de dependencia existentes entre los factores encontrados.

Los países más próximos a la situación económico-financiera de las empresas de la Unión Europea son Polonia y República Checa, siendo Lituania, Eslovaquia y Hungría los más divergentes. Aún cuando las distancias tendieron a disminuir levemente en el período 2001-2003, merced sobre todo a la convergencia observada en el factor Rentabilidad-Coste de la Deuda, se observa que el año 2004 se ha producido una tendencia casi generalizada a aumentar la distancia con la UE-15. El motivo reside, fundamentalmente, en el Factor 3 de endeudamiento, en cuya evolución se observa un incremento de capitales propios en los balances de las empresas de los países PECO. Ello se debe a la entrada de capital extranjero animado por las expectativas de crecimiento del mercado de Europa Central y Oriental que ayuda a reforzar el neto patrimonial de las empresas, observándose justo la tendencia contraria en los países de UE-15, donde la financiación de su expansión procede en mayor grado del endeudamiento (ver Figura 5).

El menor endeudamiento de las empresas está vinculado al escaso avance experimentado por las instituciones financieras de los países PECO. En estos países es patente el bajo nivel de desarrollo de sus sistemas financieros, no sólo en términos de tamaño, sino también de eficiencia, donde además, los mercados de deuda corporativa tienen una escasa competitividad por no haberse desarrollado suficientemente en el período de transición (García, A. y Del Río, P. 2003). Este limitado desarrollo que tiene su origen en el largo período en el que estos países han funcionado como economías planificadas, reduce la capacidad de intermediación y, por tanto, su influencia positiva sobre el crecimiento potencial de los países PECO.

En el otro lado de la balanza, el capital extranjero está siendo el verdadero impulsor de estas economías. El capital extranjero ayudó en un primer momento a una rápida transición a la economía de mercado, participando en los procesos de privatización de las compañías estatales y, en los últimos años de nuestro estudio, el despliegue de las inversiones directas extranjeras en los PECO están orientadas a una ampliación de su capacidad de absorción, es decir, al desarrollo de sus economías, concretado en un crecimiento del PIB. (Harriot, A., 2004).

5. CONCLUSIONES.

Como consecuencia de la ampliación de la Unión Europea en Mayo de 2004 con ocho nuevos países de la Europa Central y Oriental junto con Malta y Chipre, un importante contingente de empresas se han incorporado a competir en el Mercado Único europeo en condiciones similares a las de las empresas de los antiguos socios. Nuestro trabajo ha consistido en averiguar si a lo largo del periodo de estudio, justo desde el momento en que se consolida el proceso de privatizaciones (1998) hasta el año de incorporación (2004), los nuevos socios han llevado a cabo una transición homogénea expresada en las estructuras de sus cuentas anuales y si las ayudas europeas y las políticas económicas seguidas por los respectivos gobiernos han ayudado a generar convergencia en las principales medidas financieras.

Para ello se ha llevado a cabo un análisis de ratios contables mediante un Análisis Factorial Dinámico con el fin de capturar los patrones de evolución simultánea de los mismos en el periodo analizado. Como consecuencia de dicho estudio se han encontrado tres factores que explican el 75% de la variación total y que miden el nivel de rentabilidad frente al coste de la deuda, la productividad y el endeudamiento de las empresas. Analizando la evolución en dichos factores se ha observado que, en lo que hace referencia a la rentabilidad y coste de la deuda existe convergencia en los niveles de dicho factor con una clara tendencia hacia un aumento de la primera y una reducción de la segunda sobre todo a partir del año 2002. En los otros dos factores (productividad y endeudamiento) dicha convergencia no se ha producido: antes bien, se observa incluso una divergencia a partir del año 2001 en lo que hace referencia al endeudamiento con una tendencia hacia una disminución del mismo en los países de reciente incorporación, asociada con mayores niveles de productividad en la mayor parte de dichos países. Estos hechos explican que, aunque en términos globales, la esperada convergencia no se haya producido, ha habido un aumento en su nivel de competitividad respecto a las empresas de la Unión Europea.

Este aumento de la competitividad se ha logrado gracias a la entrada de capital extranjero animado por las perspectivas de adhesión de los PECO a la UE, y es muy posible que continúe el aumento de dichas entradas de capital mientras continúe la estabilidad y las tasas de crecimiento de los nuevos países miembros (Dupuch S. et al 2004) Ahora bien, con un cambio de las circunstancias citadas podremos asistir a una reducción en las entradas de flujos de inversión extranjeras y a partir de ahí a que la expansión empresarial sea financiada por

préstamos locales, lo que incidirá en los resultados de las firmas y en un acercamiento de las variables financieras que en este trabajo se han analizado.

BIBLIOGRAFÍA

- Deliktas, E. y Balcilar, M. (2005) “A Comparative Analysis of Productivity Growth, Catch-Up, and Convergence in Transition Economies”. *Emerging Markets Finance and Trade*, vol. 41, nº1, January-February, pp. 6-28.
- Dupuch, S., Mouhoud, E.M. y Talahite, F. (2004) “L’Union européenne élargie et ses voisins méditerranéés : les perspectives d’intégration ». *Economie Internationale*, nº 97, pp. 105-127.
- European Commission (1995). Financial Situation of European Enterprises. *European Economy*, supl. A, Economic trends, nº 2- Feb.
- European Commission (1997). Financial Situation of European Enterprises. *European Economy*, supl. A, nº 7. Economic trends, nº 7- July.
- European Commission (1998). Financial Situation of European Enterprises. *European Economy*, supl. A, Economic trends, nº 11/12- Feb.
- European Commission (2001) “Financial Situation of European Enterprises”. *European Economy*, suppl A, nº 8/9, August/September, pp. 1-29.
- European Commission (2005a) “Second report on the implementation of the 2003-05 broad economic policy guidelines”. *European Economy*, nº1-05.
- European Commission (2005b) “Special report Labour Market and Wage Development in 2004”. *European Economy*, nº3-05.
- Gallizo, J.L. y Salvador, M. (2002) “What factors drive and which act as a brake on the convergence of financial statements in EMU member countries? *Review of Accounting & Finance*, Vol. 1, 4. pp.49-68.
- García, A. y Del Río, P. (2003) “La ampliación de la UE: La estabilidad macroeconómica, las reformas estructurales y el sistema financiero en el proceso de convergencia real”. *ICE /Información Comercial Española*, Agosto-Septiembre, 2003, nº 809, pp. 135-166.
- Grosfeld, I. y Roland, G. (1997) “Defensive and Strategic Restructuring in Central European Enterprises”. *Journal of Transforming Economies and Societies*, 3 (4), pp. 21-46.
- Harriot, Alain (2004) “La inversión directa en la Europa ampliada”. *ICE /Información Comercial Española*, Octubre-Noviembre, 2004, nº 818, pp. 43-58.

- Kocenda, E. y Svejnar, J (2003) “Ownership and Firm Performance after Large-Scale Privatization. LICOS: Centre for Transition Economics. *Working Paper William Davidson Institute*.
- Rivaud-Danset, D., Dubocage, E. y Salais, R. (2001) “Comparison between the financial structure of SMES and that of large enterprises (LES) using the BACH database. Economic Paper. ECFIN. Number 155. July.
- Serrano, C., Mar-Molinero, C. y Gallizo, J. (2002) ‘A Multivariate Study of the EU Economy via Financial Statements Analysis’. *Journal of the Royal Statistical Society The Statistician* 51, Part 3, pp.335-354. Blackwell Publishers.
- Serrano, C., Mar-Molinero, C. y Gallizo, J. (2005) ‘Country and Size in Financial Ratios: A European Perspective. *Global Finance Journal*. Vol.16.
- Sohinger, J. (2005) “Growth and Convergence in European Transition Economies”. *Eastern European Economics*, vol. 43, nº 2, March-April, pp. 73-94.