IMPACTE QUE ELS CANVIS EN EL SISTEMA FINANCER HAN TINGUT EN L'ESTRUCTURA COMPTABLE DE LES EMPRESES I EN SEVA VARIACIÓ EN EL VALOR DE MERCAT

(Comissió de Valoració d'Empreses ACCID)

Objecte: A partir del l'any 2012 s'han produït un conjunt de canvis normatius i no normatius en el sistema financer espanyol que ben segur han afectat a l' estructura comptable de les empreses espanyoles. En concret hem volgut analitzar:

1. Si l'estructura financera de les empreses s'ha vist modificada com a conseqüència de la baixada en els tipus d'interès i de les fusions i concentracions d'entitats financeres.
2. Si l'evolució del tipus d'interès ha afectat a l'evolució dels ratis financers més importants i per tant, de manera indirecta ha afectat al valor de mercat.

Aclariment:

Aquesta presentació no té com a finalitat presentar un treball acadèmic (en el sentit estricte de la paraula), ja que tal i com veurem posteriorment, la naturalesa dels resultats obtinguts ha estat més una font de reflexions i de preguntes, que de fets concloents.

Disseny/metodologia:

L'anàlisi s'ha realitzat tenint en compte la informació comptable de les empreses del Mercat Continu, les empreses que cotitzen a l'IBEX 35 i les empreses que cotitzen el Mercat Alternatiu Borsari (MAB).

El comptes anuals que hem analitzat han estat els publicats entre els exercicis 2012 i 2015. Hem agafat com a referencia aquest període de temps ja que l'exercici 2012 és l'exercici anterior a l'any 2013; any en el que els efectes de la crisi van ser més forts; l'any 2015 és l'últim exercici per al que hi havia comptes anuals disponibles en el moment de començar el nostre treball.

Per realitzar el nostre estudi vam eliminar de la mostra, tant les empreses dels sistema bancari i d'assegurances, com aquelles empreses per a les que no disposàvem de dades comptables per a la totalitat dels exercicis sotmesos a estudi. La finalitat d'aquestes eliminacions ha estat obtenir una base amb dades homogènies.

La base de dades utilitzada per l'obtenció de les dades ha estat: Data Screen.

La composició de la mostra analitzada es pot veure en la Figura nº 1

Mercat	Nº d'empreses	Nº de casos analitzats
Mercat continu	72	288
IBEX 35	24	96
MAB	9	36
Total	**105**	**420**

Taula 1.Tamany i característiques de la mostra d'empreses analitzades.
Font: Elaboració pròpia a partir de les dades obtingudes de la base de dades Data Screem

Resultats obtinguts

El primer aspecte que cal remarcar és que a partir dels resultats obtinguts no es pot establir cap correlació significativa que permeti explicar la variació del valor de mercat de les empreses. En

concret, hem analitzat la correlació entre l'EBITDA i el valor de mercat de les empreses a 31/12 i la correlació entre l'EBITDA i el valor de mercat de les empreses a 31 de març de l'exercici següent.

Amb aquest primer resultat hem optat per analitzar l'evolució, que, han tingut els indicadors financers més importants.

<u>El rendiment de les vendes: relació entre les vendes i el resultat obtingut per l'empresa abans d'interessos i taxes</u>

Els resultats obtinguts es poden veure a la figura 1:

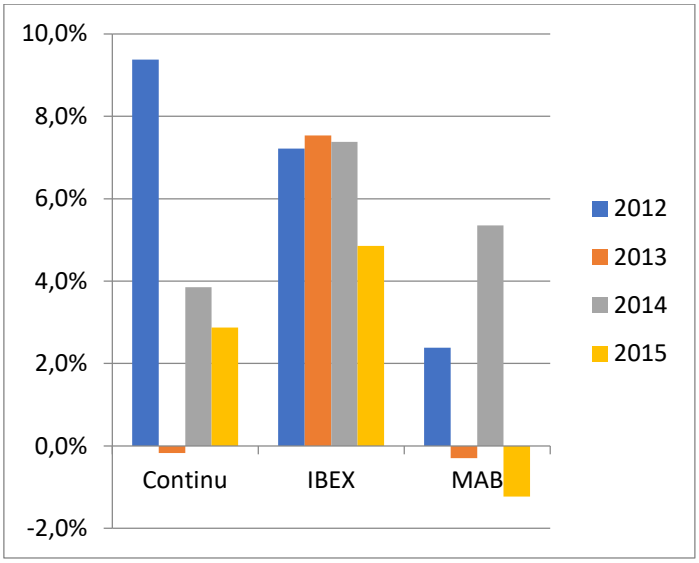

Figura 1. Relació entre les vendes i el resultat abans d'interessos i taxes.
Font. Elaboració pròpia a partir de les dades obtingudes de la base de dades Data Screen.

De l'anàlisi de la Figura 1 podem obtenir les següents conclusions:

1. Les empreses de l'Ibex 35 mostren un comportament més estable. Les empreses del mercat continu i les empreses del MAB són més vulnerables davant de les fluctuacions de l'economia. D'acord amb els resultats obtingut una primera conclusió és que en èpoques de crisi, l'inversor aposta per valors que percep com a més estables.
2. El fet que les empreses del mercat continu i del MAB tinguin un rendiment negatiu l'any 2013 indica que en èpoques de crisi la xifra de vendes ha d'esser més elevada si és vol mantenir el nivell de benefici en relació a exercicis de bonança econòmica. En èpoques de crisis es veuen reduïts els preus de venda amb el que es redueixen el marges, per tant, per mantenir el benefici s'han d'incrementar les vendes.

<u>L'estructura de l'endeutament de l'empresa</u>

Els resultats obtinguts en relació a l'estructura de l'endeutament de les empreses es pot veure a la Figura 2.

A partir dels resultats obtinguts a la Figura 2 podem concloure els següents aspectes:

1. L'estructura financera de les empreses de l'Ibex 35 no es veu tan afectada per les fluctuacions econòmiques.
2. L'endeutament de les empreses del mercat continu baixa. Aquest fet es coherent amb les xifres del Banc d'Espanya i de l'Institut nacional d'Estadística que afirmen que el nivell d'endeutament de les empreses va tenir el seu pic més alt a l'any 2010 i a partir d'aquest

exercici ha anat disminuint. Aquest resultat és coherent amb el fet de que en èpoques de crisi econòmica aquest tipus d'empreses són més reticents a posar en marxa nous projectes.

3. Per altra banda, les empreses en períodes de crisi opten per una política financera més conservadora basada en la retenció de beneficis o bé en l'increment del capital.

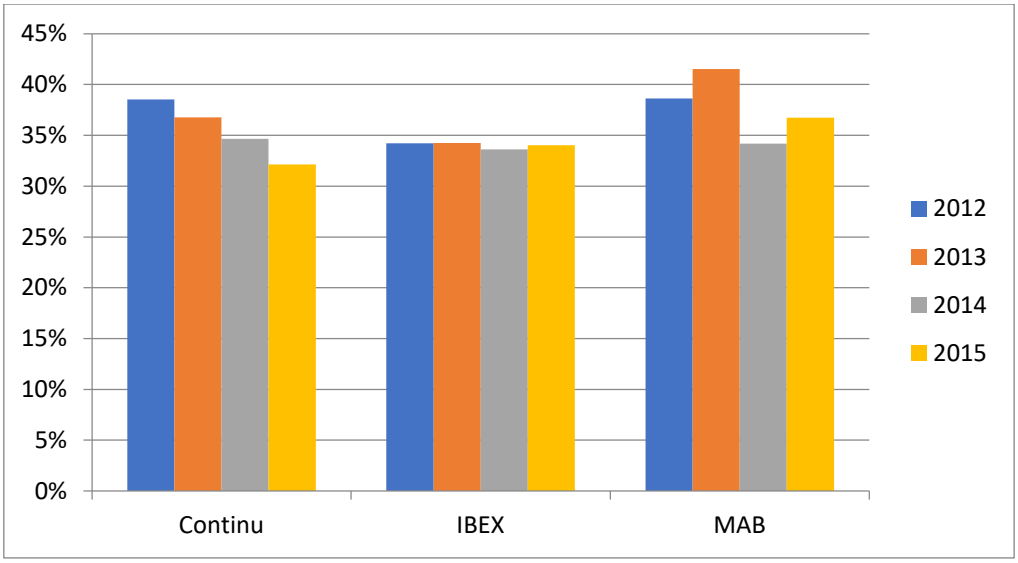

Figura 2. L'endeutament de les empreses
Font. Elaboració pròpia a partir de les dades obtingudes de la base de dades Data Screen.

<u>La variació de l'endeutament i la relació entre els costos financers i l'endeutament</u>

La Figura 3 mostra la relació entre el patrimoni net i l'actiu de les empreses.

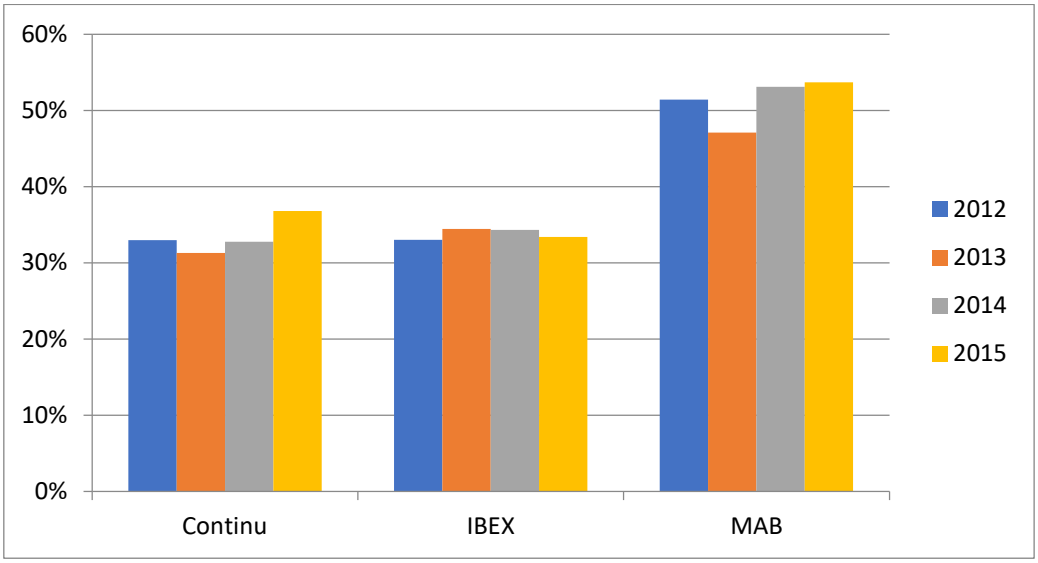

Figura 3. Relació entre el PN i el total d'actiu.
Font. Elaboració pròpia a partir de les dades obtingudes de la base de dades Data Screen.

Un cop més el comportament de les empreses de l'Ibex 35 és "estable". Les empreses del mercat continu opten per fons de finançament pròpies que tenen un menor risc davant de les fonts de finançament alienes. Les empreses del MAB tenen mes finançament propi ja que es considera com finançament propi els préstecs participatius, figura financera molt emprada per aquestes empreses.

La Figura 4 mostra la relació entre els costos financers i l'endeutament. Tal i como podem veure, les empreses del mercat continu són les que assumeixen uns costos financers més elevats. En el cas de les empreses de l'Ibex 35 el rati costos financers versus endeutament és més baixa ja que aquestes empreses tenen més força, a l'hora de negociar un préstec, que les empreses del mercat continu.
Les empreses del MAB tenen una relació entre els costos financers i l'endeutament més baixa, ja que tenen part del seu endeutament en el que s'anomenen préstecs participatius. Aquest tipus de préstecs tenen un cost més baix.

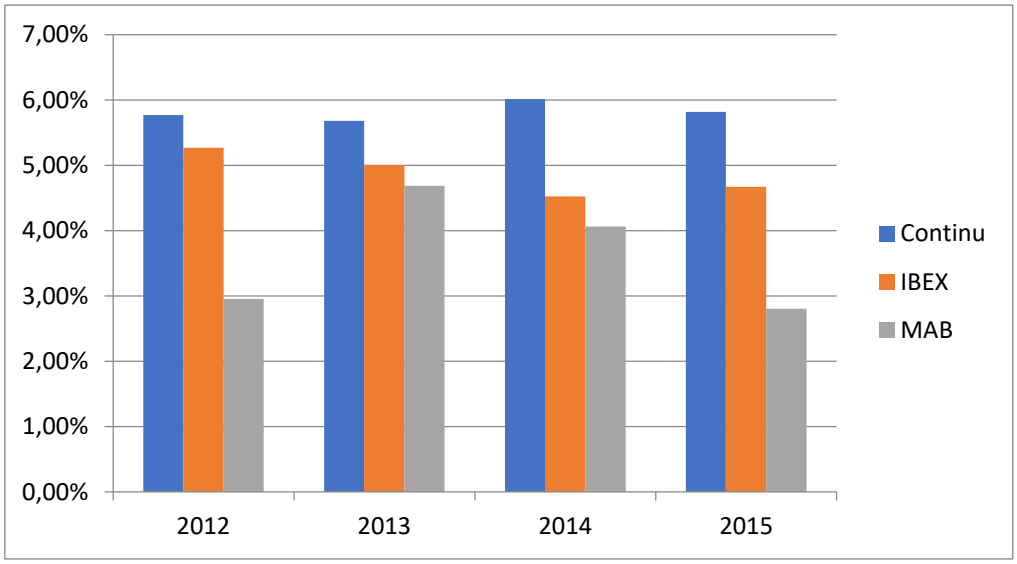

Figura 4. Relació entre els costos financers i l'endeutament de l'empresa
Font. Elaboració pròpia a partir de les dades obtingudes de la base de dades Data Screen.

<u>El PER:</u>

Els resultats obtinguts en relació al PER es poden veure a la Figura 5.

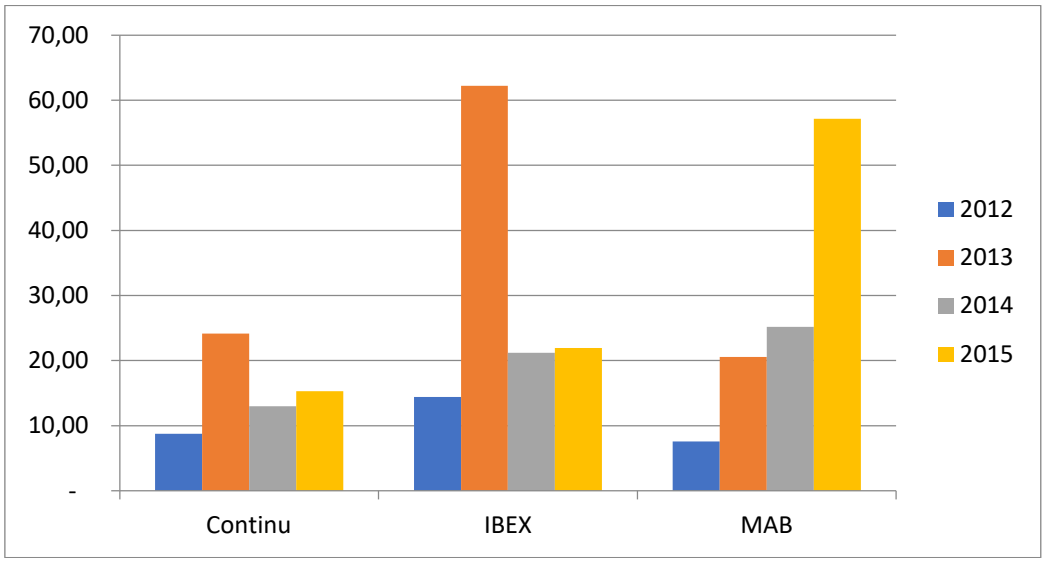

Figura 5. Evolució del PER
Font. Elaboració pròpia a partir de les dades obtingudes de la base de dades Data Screen.

L'anàlisi de la Figura 5 confirma el fet de que en èpoques de crisi els inversors inverteixen en valors més segurs o percebuts com a més segurs, com poden ser els de les empreses de l'IBEX 35. Per contra, l'inversor és més arriscat en èpoques que són considerades de bonança econòmica. En el 2015, els inversors han apostat per valors més arriscats com poden ser els del MAB. El PER més alt

de les empreses del MAB durant el 2015 indica que hi ha una major capitalització a les empreses que l'inversor percep com més arriscades.

Conclusions

D'acord amb els ratis analitzats es conclou que l'inversor és més emocional que racional.
Els mercats tenen un fort component especulatiu, però l'inversor té una visió a llarg termini, especialment l'inversor de les empreses del MAB.
Sorprèn que no hi hagi cap correlació entre el Pay Out, la variació dels dividends i el ROE amb el valor de capitalització de les empreses.
L'inversor diversifica el risc.
Manté una part de la seva cartera en valors mes estables i una part en valors de mes risc, (empreses del MAB).
En èpoques de crisi pesa mes la inversió en valors estables (empreses de l'IBEX que asseguren uns beneficis i uns dividends anuals) i en èpoques de bonança arrisca mes (empreses del MAB que poden presentar inclús pèrdues actuals però que disposen d'un producte que pot generar beneficis o plusvàlues futurs importants).