

Acerinox, S.A.: **avaluació de gestió i eficiència**

ESTEBAN M. LAFUENTE
Departament d'Economia de l'Empresa
Universitat Autònoma de Barcelona

MAGDA SOLÀ
Departament d'Economia de l'Empresa
Universitat Autònoma de Barcelona

1. Acerinox S.A.

L'empresa Acerinox S.A. es va constituir formalment l'any 1970 i el seu objectiu consisteix en la fabricació i la venda de productes plans d'acer inoxidable. La seva capacitat de producció la converteix actualment en el cinquè productor mundial d'acers inoxidables. La fàbrica de l'empresa està ubicada a Los Barrios (Cadis) i, a més, destaca la fàbrica del Campo de Gibraltar, i els Centres de Servei localitzats a Gavà (Barcelona), Betanzos (Corunya) i Pinto (Madrid).

L'any 1998, concretament el 30 de maig, va succeir un fet molt important que va condicionar la política d'inversions ambientals futures d'Acerinox S.A. En aquesta data es va produir a la planta d'Acerinox d'Algecires la foneria accidental d'una font radioactiva blindada continguda en la ferralla importada (El Mundo; 1998 a). Aquest esdeveniment va tenir greus repercussions sobre l'empresa, que va haver de sotmetre's a l'així reconeguda, tardana i constant supervisió del Consell de Seguretat Nuclear (CSN) i a la pressió per part de diverses organitzacions ecologistes que demanden responsabilitats davant dels perills del núvol radioactiu generat (El Mundo; 1998 b,c).

Taula 1: Distribució de la producció mundial d'acer (2002)

| Productor | Producció (tones mètriques) | Quota de Mercat(*) |
|-------------------------------|--|-------------------------------|
| Xina | 167.284.444,44 | 19,00% |
| Unió Europea (**) | 158.480.000,00 | 18,00% |
| Espanya | 16.408.000,00 | 1,86% |
| Acerinox S.A. | 2.289.384,00 | 0,26% |
| Rússia i països relacionats | 96.848.888,89 | 11,00% |
| Resta d'Europa | 52.826.666,67 | 6,00% |
| Japó | 105.653.333,33 | 12,00% |
| Estats Units d'Amèrica (EUA) | 88.044.444,44 | 10,00% |
| Continent Americà (sense EUA) | 70.435.555,56 | 8,00% |
| Corea del Sud | 44.022.222,22 | 5,0% |
| Àsia / Àfrica / Oceania | 96.848.888,89 | 11,00% |
| Producció Mundial | 880.444.444,44 | 100,00% |

(*) Percentatge respecte a la producció mundial.

(**) La producció d'Acerinox està contemplada a la producció d'Espanya. Al mateix temps, la producció de la Unió Europea inclou la producció d'Espanya.
Font: Elaboració pròpia, a partir de dades de la European Confederation of Iron and Steel Industries, EUROFER (2003) i, de les memòries d'Acerinox S.A. (2002).

A partir d'aquest fet, des de l'any 1999 l'empresa té la certificació de qualitat ISO 14001 i un programa d'inversions orientat a millorar les instal·lacions amb l'objectiu de mantenir el compliment de tant de la Llei 16/2002 com de la certificació de qualitat abans esmentada (ISO 14001). Així, l'any 2000 es produeix la inversió, en aquest sentit, més important en els últims anys i que va arribar als 81 milions d'euros. Això es va aconseguir perquè es va dur a terme una sèrie de millores necessàries per mantenir l'ordre legal i assegurar la certificació de qualitat ambiental. En aquest sentit, es van produir millores en els sistemes de depuració, en els sistemes de captació de fum de fonèria, es va millorar l'eficàcia dels sistemes de recollida d'àcids fruit de l'activitat, així com

de la Planta de recuperació i neutralització d'àcids. Per últim, es va produir una renovació en els equips radioactius ubicats en els fossats de ferralla.

Quant als anys 2001 i 2002, les inversions ambientals van ser de 4 milions i 4.8 milions d'euros, respectivament. En aquest cas, les inversions van orientades a mantenir els sistemes de tractament de residus químics fruit de l'activitat i a millorar els sistemes de supervisió ambiental.

Un altre fet rellevant està relacionat amb la mesura imposada pel govern americà a partir del mes de març de l'any 2002. En aquest sentit, l'administració Bush va decidir gravar les importacions d'acer amb un aranzel que va des del 8% fins al 30% per tal d'afavorir als productors locals del metall el que va provocar una denominada «guerra de l'acer» entre els EUA i la Unió Europea i on aquesta última va denunciar la mesura davant de l'Organització Mundial del Comerç (La Vanguardia: 2002 a,b). Destacar que els aranzels van ser eliminats pel govern americà el dia 4 de desembre de l'any 2003 i així van evitar entrar en un conflicte comercial principalment amb la UE (La Vanguardia: 2003). Com veurem més endavant, aquest fet va afectar l'exercici de l'empresa, però els seus efectes es van corregir a curt termini ja que la mesura no va afectar transcendentalment el negoci d'Acerinox S.A.

Un últim fet rellevant, que aquest cop es va produir a l'interior de l'empresa, va succeir el mes de maig de 2002. En aquest període, un grup d'empleats que treballaven per a empreses subcontractistes que a la vegada feien treballs per a Acerinox S.A. a la planta ubicada al Campo de Gibraltar es declaren en vaga, fet que va paralitzar la producció de l'empresa durant nou dies, principalment a la vessant de foneria i de laminat en fred. La protesta va finalitzar aquell mateix mes perquè es va aconseguir un acord amb els sindicats per quatre anys. La conseqüència principal fou la incorporació de 205 empleats de les empreses subcontractistes a la plantilla oficial d'Acerinox S.A. (La Vanguardia: 2002 c,d).

2. Anàlisi d'activitat

En aquest apartat procedim a avaluar l'exercici de l'empresa Acerinox S.A. La informació financera i de producció es va obtenir de les memòries anuals de l'empresa per al període 1997-2002¹. La informació borsària i altres fets rellevants els han extret de les bases de dades de la Borsa de Madrid i de seccions econòmiques de reconeguts mitjans

de premsa de circulació oberta². La informació necessària per dur l'anàlisi comparativa sectorial, que té en compte tant el sector del metall espanyol com l'europeu, es va obtenir de les bases de dades del SABI i BACH.

2.1. Activitat

Si realitzem una primera valoració de la composició dels balanços d'Acerinox, s'observa com existeix una tendència marcada, durant tot el període avaluat, cap al creixement de l'empresa que es reflecteix en el creixement dels actius (annex 1).

Tanmateix, cal esmentar que la partida que va experimentar un creixement més gran va ser la de l'Immobilitzat Financer, que va passar de representar el 33,14% l'any 1997, a significar el 54,01% l'any 2002, en ambdós casos respecte de l'actiu total (annex 1). Això pot servir per concloure que el creixement de l'empresa es produeix en termes productius (producció física) i, que el creixement en la partida d'immobilitzat financer obeeix a una política de canalitzar els recursos generats per l'activitat cap a operacions que generin rendibilitat.

En els comptes de l'empresa s'observa una tendència a disminuir els saldos de l'actiu circulant. Així, l'any 1997 aquesta partida representava el 50,82%, mentre que l'any 2002 només va significar el 36,10% en ambdós casos respecte de l'actiu total. Això podria obeir a la intenció de l'empresa de disposar amb un nivell de liquiditat apropiat, sense que això signifiqui comptar amb recursos no productius o no generadors de renda.

Un altre aspecte important es relaciona amb l'evolució de la partida dels deutors. Així, els comptes per cobrar de l'empresa van experimentar una disminució, i van comparar directament l'any 1997 amb el 2002, ja que va passar del 31,22% a representar el 21,46% del total de l'actiu, respectivament. Per aquest cas la variació més important va tenir lloc els anys 1998 i 2002, ja que per al període 1999-2001 el canvi experimentat no es pot considerar significatiu (annex 1).

Respecte a la composició del passiu, s'observa com, a partir de l'any 2000, l'empresa busca finançar el seu creixement a través dels recursos propis.

Per al període 1998-2000, el deute amb les entitats financeres es la que va finançar més el creixement de l'empresa, que va créixer espe-

cialment l'any 1999 on va arribar a representar el 5,10% del passiu de l'empresa, respecte a 1998 on va representar el 1,33% de la mateixa partida comptable (annex 1). D'aquesta manera és possible afirmar, a més, que aquesta variació en el deute financer de curt termini explica el creixement del total de deute a curt termini a l'empresa, ja que tot i que és la segona partida d'importància relativa, és la única que va experimentar una variació significativa.

A més, l'annex 1 certament reflecteix les conseqüències de la baixada en els preus internacionals reportades abans, ja que el resultat de la partida de pèrdues i guanys reporta una caiguda brusca (proporcionalment respecte al passiu total) a l'any 1998 i 1999, respecte al 2000, i en el període 2001-2002, respecte a l'any 2000 (annex 1).

Si valorem l'evolució de l'ocupació a l'empresa Acerinox S.A., s'observa com existeix una tendència al creixement en el nombre d'empleats d'una empresa, encara que el promig anual de creixement de l'ocupació del 9,7684%. Aquesta variació substancial s'explica per la política seguida per l'empresa, conseqüència de l'abans esmentada vaga de treballadors de les empreses subcontractistes ubicades en el Campo de Gibraltar. Com havíem comentat, va succeir a inicis de maig de l'any 2002 i va tenir com a principal conseqüència el fre total de la producció durant nou dies en aquella planta i va afectar les divisions de foneria i laminat en fred de l'empresa. El 18 de maig va finalitzar la vaga i l'empresa, per tal d'evitar incidents futurs, va decidir incorporar a la seva plantilla 205 empleats que treballaven per aquelles empreses (La Vanguardia: 2002 c,d).

A més, cal afegir que aquest creixement en el nombre de treballadors no va acompanyat d'un creixement en el salari mig de l'empresa. El resultat presentat a la Taula 2 mostra que, des de l'any 2000, hi ha una tendència a la baixa en aquesta variable (salari mig). Així, el salari mig a l'any 2002 cau un 2,1122% respecte a l'any 2001 i, a més, cau un 7,8342% si es compara el resultat amb el que es va obtenir l'any 2000. A causa d'aquest contrast entre nombre d'empleats i salari mig, és possible trobar una possible explicació, vist el nivell ocupat pels treballadors contractats per l'empresa. Així, el salari mig pot caure degut a què la majoria dels nous empleats de l'empresa ocupen nivells baixos en l'escala de l'empresa (operaris de planta), fet que, com veurem més endavant, troba racionalitat en l'increment observat en la producció de l'empresa i, com s'ha dit abans, en la contractació massiva que va succeir l'any 2002, fruit del conflicte laboral produït a la planta de Gibraltar.

Quant a la producció, cal destacar que l'empresa fins l'any 2001 mostra una tendència creixent, on el creixement mig anual és de 4,4365% (Taula 2). Destaca el resultat per a l'any 2001, on l'empresa assoleix un nivell de producció rècord que la converteix en el cinquè productor mundial d'acer inoxidable.

Fins l'any 2001, la contribució més gran per al creixement de la producció va venir des de les divisions de foneria i laminat en fred que, per al període 1997-2001, van créixer a una taxa mitja anual de 6,0172% i 7,3213% respectivament (Taula 2), molt per sobre de la taxa mitja anual de creixement de la producció total per al mateix període (4,4365%). En el cas de la línia de procés de laminat calent, aquests productes van experimentar un retrocés global, ja que l'any 2002 es va produir un 0,0592% menys en comparació amb 1997. Aquesta xifra pot semblar insignificant, però s'ha de tenir en compte el fet que la línia de laminats en calent representava el 36,6433% del total de la producció l'any 1997, i l'any 2002 aquesta representativitat va caure i fou del 32,0853%.

En el cas de l'any 2002, la producció en el centre de la foneria i en el laminat en calent va disminuir un 8,4283% i un 2,9120%, respectivament. En conjunt, tot això va representar una caiguda de la producció de 108.588 tones mètriques (Taula 2).

Quant als productes laminats en fred, i contràriament als casos anteriors, aquests mostren una tendència creixent per a tot el període considerat (1997-2002). La seva taxa de creixement anual, comptant l'any 2002, va ser de 6,2578%. Aquest fet va permetre que la contribució d'aquesta línia incrementés respecte del total de la producció. Així, per a l'any 2002, els productes elaborats en laminació en fred van representar el 26,8376% del total de producció, la xifra més elevada que es va aconseguir en aquest període (Taula 2). L'altra conseqüència d'aquesta tendència està relacionada amb la importància relativa d'aquests productes en el mix comercial de l'empresa. D'aquesta forma, i encara que segueixen ocupant el tercer lloc d'importància, els béns laminats en fred van incrementar en 4,0840% la seva participació en la producció (si ho comparem amb els resultats de l'any 1997 i 2002), que significa una reducció de l'esclletxa que separava aquests productes i els béns laminats en calent, una esclletxa que l'any 1997 era de 13,8897% i que arriba el 5,2477% l'any 2002 (Taula 2).

Taula 2: Variables d'Activitat per a Acerinox S.A. (1997 - 2002)

| | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|---------------------------------------|------------------|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|
| Nombre Empleats | 1.869 | 1.889 | 1.903 | 1.958 | 1.986 | 2.180 |
| Cost Personal | 65.466.970,23 | 71.244.990,24 | 75.160.691,52 | 87.808.249,38 | 83.857.700,38 | 90.104.990,03 |
| Salari Mig Anual | 35.027,81 | 37.715,72 | 39.495,90 | 44.845,89 | 42.224,42 | 41.332,56 |
| Cost Personal / Cost Total Explotació | 7,4155% | 8,6247% | 8,5788% | 7,2465% | 7,4446% | 8,2489% |
| Producció (Tm) | | | | | | |
| Foneria | 814.415 | 879.597 | 966.140 | 980.287 | 1.026.969 | 940.413 |
| Laminat Calent | 734.990 | 687.950 | 682.207 | 707.965 | 756.587 | 734.555 |
| Laminat Fred | 456.391 | 504.312 | 516.782 | 592.461 | 602.345 | 614.416 |
| Total (Tm) | 2.005.796 | 2.071.859 | 2.165.129 | 2.280.713 | 2.385.901 | 2.289.384 |
| Vendes | 976.548.340,63 | 899.249.980,65 | 944.189.545,09 | 1.384.535.030,03 | 1.203.724.644,97 | 1.197.880.251,14 |
| Ingressos Explotació | 984.559.567,92 | 915.079.644,90 | 954.412.017,40 | 1.442.654.335,24 | 1.210.725.151,41 | 1.222.867.278,20 |
| Ingressos Totals | 1.021.036.753,40 | 919.623.945,00 | 969.316.951,53 | 1.451.049.684,52 | 1.254.968.091,38 | 1.244.352.870,20 |
| Despeses Aprovisionaments | 656.312.424,59 | 615.422.695,65 | 629.944.258,22 | 926.978.262,08 | 814.006.628,95 | 813.372.559,10 |
| Despesa Dotació d'Amortitzacions | 58.710.507,57 | 39.457.644,18 | 42.333.144,94 | 60.996.132,23 | 55.338.512,23 | 52.696.038,71 |
| Altres Despeses d'Explotació | 102.325.612,09 | 99.947.837,75 | 115.758.664,08 | 135.740.989,57 | 144.206.201,40 | 136.129.491,65 |

Font: Elaboració pròpia a partir dels comptes anuals d'Acerinox S.A. (1997 - 2002)

Aquest increment en el nivell de producció (si exceptuem el resultat de l'any 2002) no es complementa amb un increment en el nivell de vendes de l'empresa. En aquest sentit, l'explicació pot tornar a venir de la caiguda experimentada en els preus internacionals de l'acer. Així, pel 2001 en concret, la producció total va créixer un 4,6121% respecte a l'any 2000. Tanmateix, els resultats de les vendes van ser negatius, ja que van caure un 13,0593% el 2001.

Per al 2002, s'observa de nou una possible explicació per al resultat de les vendes des de la perspectiva dels preus internacionals de l'acer, ja que la producció va caure en una proporció més gran que els ingressos obtinguts per les vendes: un 4,0453% i 0,4855%, respectivament.

Un últim comentari està relacionat amb l'efecte de la mesura del govern americà d'imposar aranzels a la importació de l'acer. Aquesta mesura no va afectar de manera significativa l'exercici d'Acerinox S.A. gràcies a la composició geogràfica de les vendes.

De les dades presentades a la Taula 3 es desprèn que l'empresa té a Europa el seu mercat natural. Les vendes a aquest mercat van créixer un 10,6873% entre 1998 i 2002. La inestabilitat en els mercats internacionals pot provocar que l'empresa decideixi destinar les vendes majoritàriament a aquest mercat, en lloc d'Àsia o Amèrica.

Respecte a l'evolució de les vendes a Amèrica, s'observa com es re-
dueixen l'any 2002 en un 60,1604% respecte el 1998. Això provoca que Amèrica sigui el tercer mercat en importància relativa per a l'empresa, i que només sigui desplaçat pel mercat asiàtic, al qual l'empresa va destinar un 11,06% de les vendes l'any 2002, quantitat superior en un 52,5517% a la que va arribar l'any 1998 (Taula 3).

Com a últim apunt, cal destacar que les vendes a Amèrica l'any 2002 van experimentar la variació més brusca (dins del període analitzat) i van caure un 47,2753%, que podria ser conseqüència directa de la mesura aranzelària imposada pels EUA el març del 2002 i que abans comentàvem. Pràcticament tota aquesta producció es va destinar al mercat europeu, ja que va ser l'únic mercat de l'empresa que va experimentar un increment en la importància relativa dins de la composició geogràfica de les vendes d'Acerinox el 2002 (17,5237%) (Taula 3).

Taula 3: Distribució geogràfica de les vendes d'Acerinox S.A. (període 1998-2002)

| | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|--------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Europa | 72,8900% | 65,6900% | 73,9000% | 68,6500% | 80,6900% |
| Amèrica | 18,7000% | 19,2800% | 15,0200% | 14,1300% | 7,4500% |
| Àsia | 7,2500% | 13,9100% | 10,3300% | 15,8300% | 11,0600% |
| Oceania | 0,4300% | 0,4100% | 0,2000% | 0,4300% | 0,2500% |
| Àfrica | 0,7300% | 0,7100% | 0,5500% | 0,9600% | 0,5600% |
| Total | 100,0000% | 100,0000% | 100,0000% | 100,0000% | 100,0000% |

Font: Elaboració pròpia, a partir d'Acerinox S.A., Memòria Anual (1998-2002).

2.2. Posició financera

A través d'aquesta anàlisi es pretén avaluar la capacitat de l'empresa per fer front als seus compromisos comercials i financers tant de curt termini com de llarg termini.

Per aquest motiu, s'empraran una sèrie d'indicadors financers, dels quals el primer és la ràtio de solvència (*RS*) definida com:

$$RS_t = \frac{AC_t}{EC_t} \quad t = 1998, \dots, 2002 \quad [1]$$

on: *AC* = Actiu Circulant i *EC* = Creditors de Curt Termini.

A través d'aquesta ràtio (*RS*) serà possible fer una primera valoració de la capacitat de pagament de l'empresa respecte al deute a curt termini a través de les inversions a curt termini. No obstant això, aquesta ràtio no considera els riscos inherents a les inversions de curt termini com són els propis de les existències, de les relacions amb els clients i de tresoreria. A causa d'això, l'anàlisi es complementen amb la introducció de les ràtios de liquiditat i tresoreria.

En el cas de l'indicador de liquiditat (*RL*) s'indica la capacitat de pagament de l'empresa mitjançant els actius netament líquids, de manera que eliminen el supòsit de realitzar vendes addicionals per tal de cobrir les obligacions de curt termini.

L'expressió que defineix aquest indicador és la següent:

$$RL_t = \frac{(AC_t - ST_t)}{EC_t} \quad t = 1998, \dots, 2002 \quad [2]$$

on: ST = Existències.

Per a la ràtio de tresoreria (RT) s'indica la proporció de passiu que es pot cobrir únicament amb l'efectiu disponible a l'empresa. Així, la notació per a RT és:

$$RT_t = \frac{(TE_t - IF_t)}{EC_t} \quad t = 1998, \dots, 2002 \quad [3]$$

on: TE = Saldo de Tresoreria i IF = Import d'Inversions Financeres Temporals.

Si analitzem les mateixes definicions tant pel cas de RS , com de RL i RT , es desprèn que aquests indicadors permeten valorar la situació de cobertura de l'empresa, però respecte al seu deute de curt termini. Per avaluar la posició financera respecte a les seves obligacions totals (sense importar els terminis) és necessari incorporar tres nous indicadors a l'anàlisi. En primer lloc, la ràtio de garantia (RG), que exposa la posició de garantia del pagament (o de risc financer) de l'empresa davant dels creditors de curt i llarg termini.

$$\begin{aligned} RG_t &= \frac{AR_t}{ET_t} \quad t = 1998, \dots, 2002 \\ AR_t &= AT_t - GE_t - AJ_t - GD_t - AP_t \\ ET_t &= EL_t + EC_t \end{aligned} \quad [4]$$

on: AR = Actiu Real, AT = Actiu Total, GE = Despeses d'Establiment, AJ = Ajustaments de periodificació, GD = Despeses a distribuir en diversos exercicis i AP = Accions pròpies mantingudes en l'Actiu.
 ET = Exigible Financer Total i EL = Total de deute a Llarg Termini.

La ràtio de finançament propi (RF) que identifica la relació entre les fonts de finançament de l'empresa, sigui a través de crèdit o d'aportacions dels socis capitalistes de l'empresa. Per aquest estudi de cas s'ha optat per definir aquesta ràtio com el resultat dels valors mitjos coneguts, amb l'objectiu d'eliminar (si bé parcialment) les distorsions fruit d'oscil·lacions fortes en les variables involucrades, fet que podria afectar el resultat de l'indicador. Així, la notació de l'indicador RF és la següent:

$$\overline{RF}_{t-1,t} = \frac{\overline{EF}_{t-1,t}}{\overline{FP}_{t-1,t}} \quad t = 1997, \dots, 2002$$

[5]

on: EF = Exigible financer, que s'obté si descomtem d' ET el saldo dels creditors comercials.

FP = Fons Propis. La notació « $\bar{}$ » denota el valor mig assumit per la variable corresponent en els respectius períodes d'anàlisi.

Per últim, la ràtio de fermesa (RE) que representa la cobertura que es fa del deute a llarg termini donat l'immobilitzat net de l'empresa.

$$RE_t = \frac{IN_t}{EL_t} \quad t = 1998, \dots, 2002$$

[6]

on: $IN = IT - GE$

IN = Immobilitzat Net i IT = Immobilitzat Total.

Els resultats obtinguts, en el cas de l'empresa Acerinox S.A., per als indicadors de posició financera exposats es presenten a la Taula 4.

Taula 4: Indicadors de Posició Financera per a Acerinox S.A. (1998-2002)

| | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Solvència (<i>RS</i>) | 2,8448 | 1,8925 | 2,1135 | 2,4572 | 2,4305 |
| Liquiditat (<i>RL</i>) | 1,7429 | 1,0748 | 1,2415 | 1,5783 | 1,4628 |
| Tresoreria (<i>RT</i>) | 0,0379 | 0,0190 | 0,0191 | 0,0208 | 0,0169 |
| Garantia (<i>RG</i>) | 6,3974 | 4,3114 | 4,7133 | 5,8014 | 6,7067 |
| Finançament Propi (<i>RF</i>) | 0,0739 | 0,1149 | 0,1488 | 0,1192 | 0,0870 |
| Fermesa (<i>RE</i>) | 559,3872 | 688,7238 | 816,6634 | 1.098,9950 | 1.127,7058 |

Font: Elaboració pròpia a partir dels comptes anuals d'Acerinox S.A. (1997-2002)

Si avaluem l'evolució de les ràtios de posició financera de curt termini (*RS*, *RL*, *RT*) s'observa com l'empresa compta amb una posició que es podria considerar positiva, ja que la cobertura del deute de curt termini es troba coberta. Així, en el cas de *RT*, es veu com per a l'any 2002 l'empresa està en condicions de cobrir més del 100% del deute a curt termini (146,28%). La relació es manté durant tot el període, encara que s'ha d'acotar que no és possible establir una tendència longitudinal en els resultats (Taula 4).

En el cas de *RT* s'observa com, per a l'any 2002, l'efectiu disponible a l'empresa permet cobrir l'1,69% del deute a curt termini (Taula 4). Aquest resultat pot semblar negatiu vista la seva magnitud. Tanmateix, s'ha de dir que a més de la interpretació bàsica, el resultat pot ser una conseqüència de la política de l'empresa abocada a comptar amb poques inversions improductives dins del seu actiu, que es considera favorable per a l'exercici de l'empresa.

Si analitzem el component comú a aquests indicadors (*EC*) veiem que fins l'any 2000 hi havia una tendència cap al creixement del deute a curt termini i, per al període 2000-2002, n'existeix una cap a la disminució (annex 1). La causa d'aquest comportament es troba principalment en la disminució progressiva del deute amb les entitats financeres, encara que a l'any 2002 el total d'*EC* creix respecte a l'any anterior degut a l'increment en el deute amb empreses associades, que podria indicar que l'empresa prefereix tenir com a creditors empreses amb les quals té una

relació comercial directa en lloc de relacionar-se amb entitats financeres. Des de la nostra perspectiva, això pot beneficiar l'empresa degut a què: (1) el desplaçament de la font de finançament redueix les càrregues per interessos i, (2) els processos de negociació poden ser substancialment més favorables per a l'empresa en el cas de dur-los a terme amb empreses amb les quals comparteix interessos de negocis (annex 1).

Quant als indicadors de posició financera de llarg termini (*RG*, *RF*, *RE*) es conclou que l'empresa compta amb una capacitat adequada per tal d'oferir garantia als seus creditors.

En el cas de *RG* s'observa que a l'any 2002, Acerinox S.A. disposa de 6,7067 euros d'actiu real per cobrir el total del deute (Taula 4). Això ens permet afirmar que l'empresa compta amb una posició de garantia externa i sòlida i un risc financer reduït davant dels creditors.

A diferència dels indicadors anteriors, en aquest cas sí és possible parlar d'una tendència creixent en el resultat d'aquest indicador, des de l'any 1999, que té l'origen en un efecte conjunt producte de: (1) l'augment constant (encara que en magnituds diferents) de l'actiu immobilitzat, principalment l'immobilitzat financer i, (2) la disminució de l'exigible total de l'empresa, que es va reduir en un 13,8367 l'any 2002 respecte l'any 1999 (annex 1).

Quant a l'indicador *RF* establím que per a l'any 2002 el finançament amb cost (*ET*) d'Acerinox S.A. representava un 8,70% dels fons propis (*FP*) (Taula 4). Si invertim la relació exposada al número [5],

això és $\left(\overline{RF}_{t-1,t}\right)^{-1} = \frac{\overline{EF}_{t-1,t}}{FP_{t-1,t}}$ per a $t = 1997, \dots, 2002$, s'obtidria un re-

sultat que ens indica la proporció de finançament propi de l'empresa en

relació al seu deute. En aquest cas, el resultat per a $\left(\overline{RF}_{t-1,t}\right)^{-1}$ l'any 2002 (11,4993) mostra que l'empresa compta majoritàriament amb un finançament intern, amb un nivell existent de *FP* de 11,4993 vegades, respecte al finançament amb cost.

En aquest sentit, s'ha d'acotar que aquest resultat és inferior a l'obtingut l'any 1998 (13,5336) però, a més, existeix una tendència des de l'any 2000 a l'empresa cap a la preferència dels fons propis com a font de finançament (Taula 4). Això, anul·lat al creixement dels actius de l'empresa presentats a l'annex 1, pot ser interpretat com a part de l'estratègia definida per l'empresa per finançar el creixement a través de recursos sense cost de capital.

A més de la cobertura del deute, és important analitzar a l'interior de l'empresa la gestió que es duu a terme respecte dels inventaris (productes en emmagatzematge) dels comptes per cobrar i per pagar. Això es deu a què el resultat de la gestió sobre aquestes partides incideix sobre els resultats de solvència i rendibilitat de l'empresa.

Quant als indicadors d'activitat, el primer seleccionat és la ràtio de rotació d'actius (*RA*), el resultat de la qual ens permet conèixer el negoci generat fruit de la inversió directa en actius de l'empresa. Així, *RA* es defineix com:

$$RA_t = \frac{VT_t}{AT_{t-1,t}} \quad t = 1998, \dots, 2002 \quad [7]$$

on: $VT_t = IV_t + SV_t - DV_t$

VT = Vendes Totals, *IV* = Ingressos per Vendes, *SV* = Serveis associats a les vendes i *DV* = Devolucions sobre vendes.

Nota: a partir d'aquí s'entén com a *AT* el saldo reportat en el balanç de situació descomptant el saldo de les accions pròpies mantingudes per l'empresa³.

El segon indicador d'activitat és el Període Mig de Cobrament (*PC*) que expressa el temps mig que l'empresa necessita per recuperar els comptes amb els clients. *PC* s'expressa de la manera següent:

$$PC_t = \frac{DE_t}{\left(\frac{PE_t}{365}\right)} \quad t = 1998, \dots, 2002 \quad [8]$$

on: *DE* = Saldo comptes per cobrar (Deutors).

En tercer lloc es considera el Període Mig de Cobrament (*PP*) que representa el temps mig de crèdit que l'empresa té amb els seus proveïdors. La notació per a *PP* és:

$$PP_t = \frac{EC_t}{\left(\frac{PE_t}{365}\right)} \quad t = 1998, \dots, 2002$$

[9]

on: $PE = CE + GP + GV$

PE = Pagaments d'Explotació, CE = Consums d'Explotació (Aprovisionaments), DP = Despeses de Personal i DV = Altres Despeses d'Explotació.

Per últim, tenim en compte el Període Mig d'Emmagatzemament (PA), el resultat del qual expressa el temps mig que les existències de l'empresa es mantenen a les bodegues. PA s'expressa com:

$$PA_t = \frac{SE_t}{\left(\frac{CE_t}{365}\right)} \quad t = 1998, \dots, 2002$$

[10]

on: SE = Saldo d'Existències.

Els resultats obtinguts, en el cas de l'empresa Acerinox S.A., per als indicadors de gestió empresarial complementaris que es proposen es presenten a la Taula 5.

Taula 5: Indicadors d'Activitat per a Acerinox S.A. (1998-2002)

| | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|--|----------|----------|---------|----------|---------|
| Rotació Actius (RA) | 0,9004 | 0,8818 | 1,1411 | 0,9454 | 0,8618 |
| Període Mig de Cobrament (PC) | 107,2998 | 106,4084 | 87,2966 | 101,2068 | 98,9211 |
| Període Mig de Pagament (PP) | 72,4013 | 116,8016 | 86,5327 | 75,6154 | 79,4423 |
| Període Mig d'emmagatzemament (PA) | 101,9672 | 124,4509 | 93,6538 | 85,0755 | 98,2626 |

Font: Elaboració pròpia a partir dels comptes anuals d'Acerinox S.A. (1997-2002)

En el cas concret d'Acerinox S.A. s'observa com la producció mostra una evolució positiva, a excepció de l'any 2002 (Taula 2). No obstant això, la contracció per la qual travessen els mercats internacionals afecta l'empresa i el seu exercici, i el resultat de l'indicador *RA* n'és una prova.

Si avaluem l'evolució de l'indicador *RA* veiem com a partir de l'any 2000 el resultat mostra una tendència decreixent. El resultat de l'indicador per a l'any 2002 mostra que, per cada euro d'inversió realitzada a l'empresa es van generar 0,8618 euros de vendes (Taula 5). Els resultats fins ara mostren que la gestió de l'empresa ha estat positiva, però tot i així existeix una pèrdua clara de dinamisme en la generació del negoci, ja que la producció respecte a la inversió va caure un 24,4776% l'any 2002 respecte l'any 2000 (l'any que es va arribar al nivell de rotació d'actius més gran) i, un 8,8463% respecte al 2001 (Taula 5).

Aquesta tendència decreixent, des de l'any 2000, en la generació de negoci per part de l'empresa és conseqüència d'elements no només endògens, sinó que a més s'ha mostrat que existeixen factors exògens a la gestió pròpia de l'empresa, associats principalment al dinamisme dels mercats mundials de l'acer, que repercuteixen de forma significativa a la seva activitat.

Respecte a l'indicador de rotació dels comptes per cobrar (*PC*), el seu resultat mostra com a l'any 2002 el període mig de cobrament negociat per l'empresa amb els seus clients va ser de més d'un trimestre (3,69 mesos) (Taula 5). A més, dels resultats es desprèn que fins l'any 2000 la tendència de l'empresa era la d'accelerar el cobrament dels comptes pendents. Tanmateix, el resultat de *PC* per al 2002 és superior al que es va obtenir l'any 2000 (13,3162%), que podria evidenciar la necessitat de l'empresa per permetre una dilatació en el pagament dels seus deutors donades les condicions imperants en el mercat de l'acer.

El resultat del període mig de pagament (*PP*) indica que l'empresa a l'any 2002 comptava amb un període mig de crèdit de 79 dies i, per tant, la rotació dels comptes amb els seus creditors de curt termini va ser de 4,59 mesos (Taula 5). Aquest resultat és inferior a l'obtingut l'any 2000, però superior al que es mostra el 2001. En aquest punt cal recordar la política de l'empresa de traslladar els seus crèdits de curt termini des de les empreses financeres cap a empreses associades, que podria significar negociar uns terminis de pagament en condicions més favorables per a l'empresa gràcies al seu poder de mercat.

Quant al període mig d'emmagatzemament (*PA*), cal comentar que el resultat per l'any 2002 mostra que, en promig, les existències de

l'empresa van restar en bodegues prop de 98 dies (Taula 5). En aquest sentit, destaquem la tendència decreixent mostrada durant el període 1991-2001, on es va reduir el període d'emmagatzemament mig en un 31,6393%. Possiblement, aquesta tendència és conseqüència de la situació dels preus internacionals de l'acer (tendència baixista) que podrien obligar a l'empresa a liquidar les seves existències, encara que això signifiqui obtenir ingressos menors (vendes).

2.3. Rendibilitat

Valorar de l'eficiència d'una empresa a través de variables econòmico-financeres és especialment útil si tenim en compte els supòsits que acompanyen la perspectiva del benefici assumida moltes vegades en el món empresarial i en la literatura econòmica. El supòsit principal que gira al voltant d'aquesta relació consisteix a considerar aquelles empreses com més eficients⁴. Una mostra del cos de literatura econòmica, que té l'objectiu (en contextos diversos) d'avaluar l'exercici de les organitzacions mitjançant ràtios econòmico-financeres, emprades com mesures d'eficiència, es pot trobar en els treballs desenvolupats per Boardman, A.E. i Vining, A.R. (1989); Vining, A.R. i Boardman, A.E. (1992), D'Souza, J. i Megginson, W. (1999); Verbrugge, J., Megginson, W. i Owens, W. (1999), LaPorta, R.; López-de-Silanes, F. (1999) i Maudos, J., Pastor, J.M. i Pérez, F. (2002).

En aquest apartat s'avaluaran els resultats de l'empresa a través dels indicadors econòmico-financers associats a l'empresa. En primera instància, s'avaluarà l'eficiència econòmica d'Acerinox S.A. Concretament s'han seleccionat com indicadors d'eficiència financera: la taxa de rendibilitat sobre el capital (*ROE*), que es pot expressar des de dues perspectives,

$$ROE_t = \frac{BN_t}{FP_{t-1,t}} \quad t = 1997, \dots, 2002$$

[11]

on: *BN* = Benefici Net i « $\bar{}$ » denota el valor mig assumit per la variable corresponent en els respectius períodes d'anàlisi.

En aquest cas ens trobem davant de la *ROE* típica, ja que es consi-

dera com resultat empresarial el benefici net. Cal observar que, habitualment, la *ROE* s'expressa com el quocient del benefici net i els fons propis. No obstant això, en aquest cas d'estudi s'ha optat per mitjanar el valor que assumeix la partida de fons propis, amb l'objectiu de minvar l'efecte que sobre el resultat de la ràtio poden tenir les ampliacions de capital.

En segon lloc, la rendibilitat (*ROE^a*) es pot expressar en termes del resultat abans dels impostos de l'empresa. En aquest cas l'expressió es presenta de la manera següent:

$$ROE_t^a = \frac{BN_t}{FP_{t-1,t}} \quad t = 1997, \dots, 2002 \quad [12]$$

on: $BN = BO + BE$

BT = Benefici abans d'impostos, BO = Resultat Ordinari i BE = Resultat Extraordinari.

Aquest indicador permet avaluar les empreses i eliminar la distorsió que podria crear en el resultat net la base impositiva aplicable a cada empresa, ja que considera com resultat el benefici abans d'impostos (BT). Aquest fet té especial interès ja que la càrrega impositiva de les empreses varia, i això afecta en el resultat de la ràtio presentada a [11]. D'aquesta forma, l'expressió [12] és una mesura més exigent perquè elimina aquesta distorsió, que podria conduir l'anàlisi (sempre tenint en compte els resultats obtinguts) per un camí on les empreses amb una menor contribució tributària són més eficients.

El segon indicador de rendibilitat considerat és la taxa de rendibilitat sobre els actius (*ROA*),

$$ROA_t = \frac{(BT_t + DF_t)}{AT_{t-1,t}} \quad t = 1997, \dots, 2002 \quad [13]$$

on: DF = Despesa Financera Total.

En tercer lloc, la rendibilitat sobre el capital invertit (*ROI*),

$$ROI_t = \frac{(BT_t + GF_t)}{RT_{t-1,t}} \quad t = 1997, \dots, 2002$$
[14]

on: RT = Recursos Totals i $RT = FP + EF$.

L'anàlisi es complementa amb la introducció d'altres mesures d'exercici empresarial, com ara: la taxa de marge de l'explotació (m)

$$m_t = \frac{(BT_t + GF_t)}{VT_t} \quad t = 1998, \dots, 2002$$
[15]

i la taxa de rendibilitat de l'explotació (REX),

$$REX_t = \frac{BE_t}{AE_{t-1,t}} \quad t = 1997, \dots, 2002$$
[16]

on: $AE = AT - IC - IF$.

AE = Actiu d'explotació i IC = Immobilitzat Financer.

Els resultats per aquestes mesures d'eficiència per Acerinox S.A. es mostren a la Taula 6.

Taula 6: Indicadors de Rendibilitat per a Acerinox S.A. (1998-2002)

| | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|--|----------|----------|----------|----------|----------|
| ROE | 7,3432% | 8,5699% | 19,7202% | 7,7502% | 8,1371% |
| ROE^α | 9,5452% | 10,5150% | 24,7875% | 9,7247% | 10,5820% |
| ROA | 8,3450% | 8,7018% | 19,7189% | 10,0734% | 10,8294% |
| ROI | 9,4417% | 9,9299% | 22,5628% | 11,4010% | 12,0816% |
| Rendibilitat de l'Explotació (REX) | 13,8383% | 11,6872% | 30,9959% | 11,4154% | 18,6320% |
| Taxa de Marge d'Actividad (m) | 9,2676% | 9,8683% | 17,2808% | 10,6551% | 12,5663% |

Font: Elaboració pròpia a partir dels comptes anuals d'Acerinox S.A. (1997-2002)

Quant a l'evolució de la *ROE* s'observa com l'any 2002, per cada euro invertit pels propietaris de l'empresa es van generar 0,0814 euros de benefici net (Taula 6). En el cas de *ROE^a*, el seu resultat mostra que el mateix any es van generar 0,1058 euros de benefici abans de la deducció d'impostos per cada euro invertit pels accionistes (taula 6). Els resultats mostren que l'any 2000 es van obtenir uns resultats excepcionals a causa de l'alt creixement de les vendes aquell any, un 46,6374% superior a les vendes de 1999 (annex 2).

Tanmateix, en el període 2001-2002 s'observa l'efecte negatiu que va tenir la caiguda dels preus mundials d'acer sobre els resultats de l'empresa. En el cas de l'any 2001, la Taula 2 mostra un creixement de la producció d'un 4,6121% respecte l'any 2000, però la crisi dels mercats internacionals va provocar que els ingressos de l'explotació caiguessin un 16,0766% respecte al resultat de l'any 2000. D'igual manera les vendes monetàries van experimentar una caiguda del 13,0593% l'any 2001 respecte l'any 2000. Això va desembocar en una disminució del benefici de l'empresa el 2001 respecte l'any 2000 que, en el cas del benefici net (*BN*) va ser de 57,2043% i de 57,2788% en el cas dels beneficis abans d'impostos (*BT*) (annex 2).

Per a l'any 2002, la Taula 2 mostra una caiguda important en la producció de l'empresa (-4,0453%) que, com s'ha esmentat anteriorment, s'explica en la contracció dels mercats mundials i en la vaga de les empreses subcontractistes ubicades al Campo de Gibraltar. A més, s'observa una disminució no significativa en les vendes de l'empresa (-0,4855%) (annex 2). A això s'ha de sumar la contenció de despeses d'explotació que va dur a terme l'empresa en aquest any, fet que va provocar que el resultat empresarial experimentés una petita milloria i fos de 8,1371% i de 10,5820% per a la *ROE* i *ROE^a* respectivament (Taula 6).

L'efecte d'aquesta política de contenció de despeses d'explotació que l'empresa va dur a terme l'any 2000 es reflecteix més quan s'avalua l'evolució de la rendibilitat de l'explotació (*REX*) i la taxa de marge (*m*) (Taula 6). En el cas de *REX* s'observa com l'any 2001 va experimentar una caiguda brusca, 63,1711%, que l'any 2002 es va compensar pràcticament amb un increment del 63,2177%.

En el cas de la taxa de marge (*m*), l'evolució del resultat no és comparable amb allò que s'ha observat per a la *REX*, ja que l'any 2001 la caiguda que va patir l'indicador (*m*) va ser de 38,3413, però el 2003 la generació de benefici a partir de les vendes va millorar en un 17,9370%.

Com s'han obtingut els indicadors més rellevants d'Acerinox, en aquest punt proposem realitzar una comparació entre els resultats obtinguts en el cas de la rendibilitat de l'empresa i els seus indicadors d'activitat. Tot això amb la finalitat d'obtenir una mesura d'anàlisi que permeti arribar a una conclusió sobre les variables que incideixen en la rendibilitat de l'empresa.

Per aquest motiu proposem aplicar una mesura de descomposició sobre la rendibilitat de l'empresa. En primer lloc, entenem l'eficiència de l'empresa (ROA) com una funció de (1) la capacitat que té de generar benefici via imposició de preus alts (m), i (2) de la seva capacitat de generar negoci (activitat) durant el període d'anàlisi (RA), és a dir, $ROA_t = f(m_t, \overline{RA_{t-1,t}})$. El que acabem de veure s'expressa de la manera següent:

$$ROA_t = \left(\frac{[BT_t + GF_t]}{VT_{t-1,t}} \right) \times \left(\frac{VT_t}{AT_{t-1,t}} \right) \quad t = 1997, \dots, 2002 \quad [17]$$

D'aquesta forma, la rendibilitat de l'empresa, entesa com a ROA , vindrà explicada com el producte de m , obtinguda seguint [15] i, de RA , derivada anteriorment a través de [7]. Així, l'expressió [17] també es podria expressar com $ROA_t = m \times RA_{t-1,t}$. Els resultats per a la descomposició que hem proposat es presenta a la Taula 7.

Taula 7: Factors explicatius de la ROA per a Acerinox S.A. (període 1998-2002)

| | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|---|---------|---------|----------|----------|----------|
| ROA_t | 8,3450% | 8,7018% | 19,7189% | 10,0734% | 10,8294% |
| $ROA_t = m_t \times \overline{RA_{t-1,t}}$ | 8,3450% | 8,7018% | 19,7189% | 10,0734% | 10,8294% |
| Taxa de marge (m_t) | 9,2676% | 9,8683% | 17,2808% | 10,6551% | 12,5663% |
| (Rotació d'actius ($\overline{RA_{t-1,t}}$)) | 0,9004 | 0,8818 | 1,1411 | 0,9454 | 0,8618 |

Font: Elaboració pròpia a partir dels comptes anuals d'Acerinox S.A. (1997-2002)

Dels resultats de la Taula 7 es pot extreure dues conclusions principals. En primer lloc, l'empresa Acerinox, fins l'any 2000, està dedicada a

generar beneficis a través d'incrementos en els seus marges d'explotació (seguint els resultats per a m , exposats abans). A més, i seguint els resultats presentats a la Taula 2, s'observa com les vendes creixen, en el període 1998-2000, a un ritme més gran que la producció (unitats físiques) i les principals despeses d'explotació. Així, les vendes van créixer un 46,6374% l'any 2000 (4,9974% per a 1999), mentre que la producció va créixer un 5,3384% (4,5018% per a 1999) i les principals despeses d'explotació en conjunt es van incrementar un 40,3531% (4,4940% l'any 1999). Això, juntament amb el fet que l'indicador d'activitat de l'empresa (RA) només va créixer un 29,4048% l'any 2000 i, que fins i tot, va decreixer el 1999 (-2,7012%), pot servir d'argument per afirmar que l'empresa durant aquest període va obtenir rendibilitat (ROA) mitjançant un efecte derivat d'una política incremental de preus, principalment.

En segon lloc, i per al període 2000-2002, s'observa l'efecte que va tenir sobre l'empresa la caiguda dels preus internacionals de l'acer. Es veu com la contribució de l'activitat de l'empresa (RA) a la seva rendibilitat (ROA) disminueix un 17,1483% l'any 2001 i un 8,8463% el 2002 (Taula 7). Això es complementa amb els resultats exposats a la Taula 2, on també s'observa una caiguda en les vendes de l'empresa (13,0593% el 2001 i 0,4855% l'any 2002) i una desacceleració en els volums de producció, fins que el 2002 es va assolir una reducció de 4,0453 (Taula 3).

D'aquesta forma, Acerinox durant aquest període d'incertesa i contracció de la demanda, que es reflecteix en una disminució del nivell d'activitat, adopta una posició d'incrementos de preus (que desemboca en un increment en la seva m), que ajuda a assolir pràcticament el mateix nivell de rendibilitat (ROA) l'any 2002 (Taula 7).

Com a segona mesura d'anàlisi, i amb l'objectiu d'estendre l'anàlisi, és possible descompondre la taxa de rendibilitat sobre els fons propis (ROE^a) obtinguda abans, i d'aquesta forma expressar-la amb una funció de: (1) la ROI ; (2) de RF , que com s'ha indicat anteriorment, és un indicador que mostra la relació (proporció) entre les fonts de finançament de l'empresa (sigui amb o sense un cost financer) i, (3) d'una variable que reflecteixi el cost que té per a l'empresa el seu finançament amb cost financer, que es pot expressar com el quocient de les despeses financeres de l'empresa (DF) dividit per l'exigible financer (EF), això és

$$\left(\frac{GF_t}{EF_{t-1,t}} \right)$$

Així, $ROE_t^\alpha = f\left(ROI_t, \left[\frac{\overline{EF}_{t-1,t}}{FP_{t-1,t}}\right], \left[\frac{GF_t}{EF_{t-1,t}}\right]\right)$, que porta a la formulació de l'expressió següent:

$$ROE_t^\alpha = ROI_t + \left(\frac{\overline{EF}_{t-1,t}}{FP_{t-1,t}}\right) \times \left(ROI_t - \left[\frac{GF_t}{EF_{t-1,t}}\right]\right)$$

Els resultats d'aquesta descomposició de la ROE es mostren a la Taula 8.

Taula 8: Factors explicatius de la ROE per a Acerinox S.A. (període 1998-2002)

| | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|---|---------|----------|----------|----------|----------|
| ROA_t | 9,5452% | 10,5150% | 24,7875% | 9,7247% | 10,5820% |
| $ROE_t^\alpha = ROI_t + \left(\frac{\overline{EF}_{t-1,t}}{FP_{t-1,t}}\right) \times \left(ROI_t - \left[\frac{DF_t}{EF_{t-1,t}}\right]\right)$ | 9,5452% | 10,5150% | 24,7875% | 9,7247% | 10,5820% |
| ROI | 8,4829% | 8,8576% | 20,0777% | 10,2589% | 11,0032% |
| RF | 7,3890% | 11,4926% | 14,8828% | 11,9237% | 8,6999% |
| $(GF / \overline{EF}_{t-1,t})$ | 8,0403% | 4,8390% | 7,6146% | 25,4599% | 29,3190% |

Font: Elaboració pròpia a partir dels comptes anuals d'Acerinox S.A. (1997-2002)

Dels resultats obtinguts es desprèn que l'estratègia de l'empresa de finançar el seu creixement a través de recursos propis sense cost financer per als períodes (t) 2001 i 2002 té un efecte doble sobre l'eficiència de l'empresa (ROE_t^α) (Taula 8). (1) Per un costat, es produeix un increment en la relació de contribució de despesa financera (DF) respecte a l'exigible financer (EF) de l'empresa (acotant que es deu a una disminució de EF). (2) Per un altre costat, es produeix un benefici per a l'empresa degut a què es manifesten els efectes positius de finançar el creixement de la mateixa empresa a través de recursos propis, això és, minvar el pes que els costos del deute tenen sobre l'eficiència de l'empresa (ROE_t^α).

Com un últim comentari, cal afegir que aquesta política a llarg termini ja que, si es continua amb aquesta tendència de finançament, l'efecte del cost dels recursos externs serà cada cop menor a l'hora de determinar

la rendibilitat de l'empresa (ROE_t^α), i deixen més espai per a què els factors productius inherents a la companyia (que són endògens a l'empresa) siguin els determinants veritables de l'eficiència d'aquesta empresa.

2.4. Resultat borsari

En aquest apartat interessa avaluar la gestió de l'empresa des de la perspectiva dels propietaris d'aquesta societat (els accionistes). En aquest sentit, s'ha de tenir en compte la reacció del mercat davant dels resultats de gestió obtinguts per Acerinox i també davant dels esdeveniments exògens que van afectar l'empresa directament en el període 2002-2003 (juny). En aquest apartat, l'horitzó temporal d'anàlisi es redueix a causa de problemes amb la disponibilitat d'informació del preu de les accions d'Acerinox en les bases de dades de la Borsa de Madrid.

Com mesures d'exercici borsari, s'han seleccionat dues ràtios que ens permetran valorar els resultats de l'empresa (beneficis nets) des de la perspectiva dels propietaris (accionistes). Així, el primer indicador emprat en el benefici per acció (BA), que indica la quantitat de benefici net disponible per ser (potencialment) distribuït per cada acció de l'empresa. Aquesta relació s'expressa de la manera següent:

$$BA_t = \frac{BN_t}{NA_t} \quad t = 1998, \dots, 2002$$

[19]

on: NA = Nombre d'accions.

Fixem-nos que prenem el benefici net de l'empresa com a numerador perquè aquest és el resultat de l'exercici que pot, efectiva i íntegrament, ser distribuït entre els accionistes de l'empresa.

Com a segon indicador, s'ha seleccionat una variable que permet conèixer la proporció existent entre el valor de mercat de l'empresa i els beneficis generats. Per això, primer s'obté l'indicador de capitalització borsari (CB), que simplement indica el valor de l'empresa en el mercat borsari. Després, aquesta variable, que es coneix com PER (per la denominació anglesa, *Price Earnings Ratio*) s'exposa com a proporció expressa en termes de benefici net de l'exercici de l'empresa, de la manera següent:

$$PER_t = \frac{CB_t}{BN_t} \quad t = 1998, \dots, 2002$$

[20]

on: $CB_t = NA_t \times PR_t$

CB = Capitalització Borsària, PR = Preu de mercat de l'acció de l'empresa a 31 de desembre.

Aquesta variació expressada com a la inversa, és a dir $(PER_t)^{-1}$, representa un indicador sòlid d'allò que podem entendre com a una ràtio de rendibilitat típica (ROE), però en aquest cas expressada en termes del

valor en el mercat borsari de les accions d'Acerinox, això és $\left(\frac{BN_t}{BB_t}\right)$.

Els resultats per a les variables abans indicades es presenten a la Taula 9.

En primer lloc, s'observa com el component de més incidència té sobre CB és el preu de les accions de l'empresa perquè la variació del nombre d'accions només és important l'any 2002 (Taula 9). Respecte a la variable BN , hem comentat abans que el seu creixement l'any 2000 s'explica per un increment important en la producció de l'empresa, que es va traduir en uns nivells d'activitat més grans. Tanmateix, a partir d'aquest any s'observa com la caiguda dels preus internacionals afecta el resultat el 2001.

Taula 9: Indicadors borsaris per a Acerinox S.A. (període 1998-2002)

| | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Nombre d'accions (NA) | 54.479.105 | 58.479.105 | 59.239.552 | 60.000.000 | 65.800.000 |
| Cotització (PR) (a 31 de desembre) | 19,8600 | 39,6000 | 32,5000 | 37,5500 | 34,9900 |
| CB = Accions × Cotització borsària | 1.161.395.025,30 | 2.315.772.558,00 | 1.925.285.440,00 | 2.253.000.000,00 | 2.302.342.000,00 |
| Benefici Net de l'Exercici (BN) | 60.356.996,21 | 72.125.453,37 | 182.025.499,96 | 77.899.135,20 | 93.269.185,77 |
| Benefici Net per Acció (BA) | 1,0321 | 1,2334 | 3,0727 | 1,2983 | 1,4175 |
| Dividend per Acció | 0,4808 | 0,8114 | 0,9520 | 0,7737 | 0,7498 |
| PER | 19,2421 | 32,1076 | 10,5770 | 28,9220 | 24,6849 |
| Variació Anual PER | | 66,8611% | -67,0576% | 173,4423% | -14,6501% |

Font: Elaboració pròpia a partir dels comptes anuals d'Acerinox S.A. (1997-2002)

Quant al *BA*, cal destacar que l'any 2002 el seu increment respecte 2001 es deu principalment a l'increment dels beneficis de l'empresa, ja que es produeix una emissió d'accions important en l'empresa, i això s'ha d'afegir una caiguda en el preu de cotització de les accions d'Acerinox (que cau un 6,8175%) i afecta negativament el resultat de *BA* (Taula 9).

Aquest resultat es contraposa quan el comparem amb els dividendes per acció pagats per l'empresa. Els resultats (Taula 9) mostren que l'any 2000 l'empresa paga la quantia per acció més gran (0,9520 euros). Contràriament, l'any 2001 el pagament a accionistes cau fins 0,7737 euros per acció, i el 2002 s'observa un increment en l'import dedicat a dividendes. Tot i aquest increment en el pagament de dividendes, s'observa com el dividend per acció es redueix respecte al resultat de l'any anterior (0,7498 euros per acció). Això podria ser conseqüència de la dedicació de recursos a l'immobilitzat financer, fet que com es va comentar anteriorment, perjudica l'accionista perquè és objecte d'una certa expropiació de renda.

Respecte a l'evolució de la variació tant de l'Índex Borsari Ibx 35 com de les accions d'Acerinox, cal destacar que l'any 2001 es va caracteritzar per la volatilitat arrel de la incertesa generalitzada en els mercats internacionals per part dels inversionistes i provoquen una tendència baixista des de l'inici del segon semestre de 2001 (gràfica 1).

El resultat obtingut pel *PER* mostra una variabilitat alta, pròpia del comportament dels mercats borsaris (Taula 9). Així, l'any 2001 es va produir una caiguda en els beneficis d'Acerinox, que va suposar una caiguda també en la seva cotització durant el segon trimestre i principis del tercer trimestre de l'any (gràfica 1).

A més i sense cap mena de dubte, l'esdeveniment principal que va afectar els mercats borsaris de tot el món i les seves empreses participants (i negativament) van ser els atemptats terroristes que van succeir l'11 de setembre contra objectius ubicats als Estats Units d'Amèrica (el World Trade Center a Nova York i el Pentàgon a Washington D.C., principalment).

En aquest cas la gràfica 1 mostra clarament l'efecte d'aquests atemptats sobre els agents borsaris. S'observa com la cotització d'Acerinox cau desproporcionadament en aquest mes, un 13,4185% ($PR = 27,10$), que representava una pèrdua acumulada per al període gener-setembre de 17,6792%.

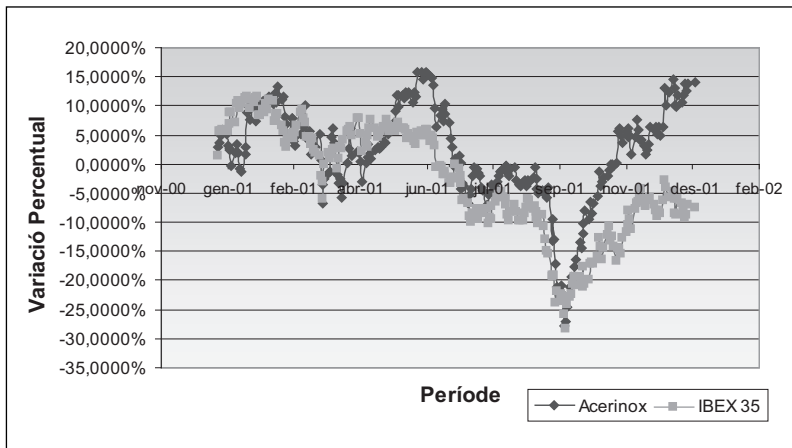
Cal afegir que davant d'aquest escenari pessimista, el mes d'octu-

bre es converteix en un punt d'inflexió, ja que es genera una tendència a l'alça durant l'últim trimestre de l'any, vist que els baixos valors de cotització de les empreses atrau els accionistes.

Així, al final de l'any l'Índex Borsari Ibex 35 tanca amb pèrdues en el seu valor, tot i la seva recuperació. La variació negativa acumulada durant l'any és de 7,5175% i passa de 9.080,20 punts a 8.397,60.

En el cas del valor de l'acció d'Acerinox, es revalora un 15,5385% i tanca l'any amb un valor de 37,55 euros per acció. S'ha de dir que la vaga dels empleats de les empreses subcontractistes esmentada anteriorment no va afectar significativament la valoració de les accions de l'empresa (gràfica 1). Per últim, cal afegir que durant aquest any les accions d'Acerinox van tenir un exercici borsari superior respecte l'Ibex 35, i això que podria arribar a catalogar aquest valor com de «sòlid» dins del mercat borsari espanyol.

Gràfica 1: Evolució de la variació del valor de les accions d'Acerinox i de la cotització de l'Índex Ibex 35 (període 2001)



Font: Elaboració pròpia a partir d'informació de la Borsa de Madrid.

Durant l'any 2002, la manca de dinamisme de les principals economies mundials genera un clima d'incertesa en els mercats borsaris que descoratja els inversionistes.

Tanmateix, a finals de l'any 2001 es va produir un esdeveniment especialment rellevant, que va produir un efecte negatiu important sobre

els mercats borsaris i que va créixer la contracció en els mercats financers, és a dir, la fallida de l'empresa energètica Enron Corp.

Enron Corp. era l'empresa líder en el sector energètic d'EUA i mundial, i la setena empresa del país (EUA), una empresa catalogada com a model d'empresa eficient en la canalització de recursos energètics.

El mes d'agost del 2001 va començar l'escàndol per la fallida més gran en la història dels mercats borsaris. Aquell mes, Sherron Walkins, sots-president de l'empresa qüestiona les accions que va dur a terme el CEO i president del consell d'administració de l'empresa, Kenneth Lay, a qui li deixa veure que l'empresa «podria estar immersa en escàndols comptables seriosos». A més, Watkins dubta de la política de l'empresa d'aconsellar els seus empleats vendre les accions d'Enron, que es converteix en una clara senyal negativa cap al mercat sobre l'exercici de l'empresa (CNN News: 2002). El 21 d'agost s'agreuja la crisi quan Michael Koper, antic director de l'empresa confessa davant de càrrecs de frau i es converteix en el primer directiu d'Enron Corp. que és arrestat per càrrecs de frau comptable (The Washington Post: 2003).

El 16 d'octubre, l'empresa anuncia unes pèrdues durant el primer trimestre per mil milions de dòlars a causa (segons la versió de l'empresa) de rendiments baixos en els preus energètics. Aquest és el primer cop en quatre anys que l'empresa reporta pèrdues operatives. Ja en aquest punt la Comissió del Mercat Borsari Americà (U.S. Securities and Exchange Commission) investiga les transaccions d'Enron (CNN News: 2002).

L'empresa, a través del seu director financer (Andrew Fastow), va emprar fórmules comptables obscures que van proliferar en els anys noranta davant del creixement de les empreses associades a internet, que es mostraven àvides d'un model comptable davant d'allò específic de les operacions i el seu alt valor en intangibles. Això va permetre Enron Corp. a crear uns beneficis ficticis de gairebé 600 milions de US\$ des de 1997 (El Mundo: 2001).

En aquest punt, la petita empresa competidora Dynegy apareixia en escena com a possible salvadora de l'empresa, perquè es va proposar adquirir Enron per nou mil milions de dòlars. Un anunci que buscava minvar la caiguda del mercat borsari i energètic principalment. No obstant això, el 28 de novembre Dynegy va considerar que devia assegurar la posició dels seus accionistes i decideix no adquirir Enron do-

nades les lamentables condicions financeres de l'empresa. D'aquesta manera, les accions d'Enron es desplomen a la borsa (New York Stock Exchange, NYSE i NASDAQ Composite) i tanquen per sota de \$0,40 (a tancament de 2000 l'acció d'Enron cotitzava prop dels \$90) (El Mundo: 2001).

Això va provocar la fallida més gran de la història dels mercats financers, ja que Enron Corp. va liquidar gairebé 50.000 milions de dòlars en actius, mentre que el cas més gran de fallida anterior va ser el de Texaco, el 1987, que va liquidar 37.000 milions de dòlars.

La declaració de fallida definitiva de l'empresa es produeix (convenientment) el diumenge 2 de desembre de 2001. Arthur Andresen Consulting, seu auditora d'Enron, va ser investigada per l'entitat reguladora americana (U.S. Securities and Exchange Commission) per obviar principis comptables bàsics i que afectaven directament els estats financers i els resultats de l'empresa.

La primera víctima col·lateral de la fallida d'Enron Corp. és la confiança dels inversionistes sobre la transparència del sistema i la credibilitat de les empreses que operen en aquests mercats, així com de les societats consultores que les avaluen i auditen. Un exemple d'això és el cas de Lehmann Brothers, empresa consultora que va mantenir una qualificació de «compra preferent» per a Enron durant la primera etapa de la crisi (CNN Money News: 2002).

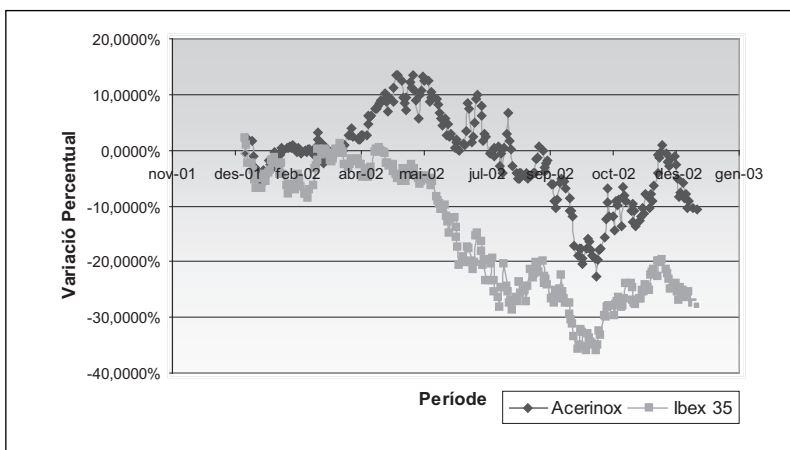
L'aplicació de pràctiques comptables fraudulentament per part d'Enron deixa clar que és possible que les empreses maquillin resultats financers i enganyn als últims propietaris de les companyies. En aquest sentit, cal ressaltar que les empreses consultores i auditories no estan exemptes de responsabilitat, ja que el fet d'actuar indirectament afecta la credibilitat que tenen els petits i grans inversionistes sobre el mercat financer. Aquest fet (cas Enron) va provocar que els mercats financers l'any 2002 es mostressin amb una gran desconfiança, i això es va reflectir en els resultats dels índexs borsaris principals. En el cas de l'índex madrileny principal, Ibex 35, va tancar l'any en 6.036,90 punts, que significa registrar una pèrdua del 27,9357% del seu valor (gràfica 2).

Com a fet rellevant per a Acerinox, cal destacar que el Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) decideix el desembre de 2002 vendre el 5% que posseïx d'Acerinox a accionistes institucionals (Borsa de Madrid: 2003). L'operació es va realitzar a un preu de venda de 37,60 euros per acció i va permetre que el banc obtingués una plusvàlua en l'operació de 37 milions d'euros (La Vanguardia: 2002 e, f). Aquesta

operació no va ser ben rebuda pel mercat, ja que va ser interceptada com una senyal negativa sobre l'exercici de l'empresa. La cotització de l'acció d'Acerinox el desembre de 2002 va perdre un 11,3454% (*PA* va passar de ser 38,88 el 2 de desembre a ser igual a 34,99 el 31 de desembre) (Borsa de Madrid: 2003).

En el cas d'Acerinox, remarcuem que aquest fet, a més de l'incertesa i la crisi de confiança, ha d'anar de la mà de la crisi del mercat de l'acer. Així, l'acció de l'empresa va tancar amb una pèrdua acumulada d'un 6,8176% (*PA* = 34,99) (Taula 9). Per últim, cal destacar que tot i els resultats negatius, l'any 2002 el títol d'Acerinox va tenir de nou una millor execució borsària comparat amb l'índex Ibex 35.

Gràfica 2: Evolució de la variació del valor de les accions d'Acerinox i de la cotització de l'Índex Ibex 35 (període 2002)



Font: Elaboració pròpia a partir d'informació de la Borsa de Madrid.

Adicionalment, és possible proposar una mesura de descomposició que permeti ampliar l'anàlisi i explicar la ràtio *PER* en funció de dues variables: (1) per un costat, una variable que serveixi d'aproximació per conèixer la relació proporcional que té la valoració que el mercat fa de l'empresa, respecte del seu valor comptable i, (2) el segon lloc de la rendibilitat de l'empresa (*ROE*). La formulació d'aquestes relacions es presenta a continuació:

$$PER_t = \left(\frac{CB_t}{FP_{t-1,t}} \right) \times \left(\frac{BN_t}{FP_{t-1,t}} \right)^{-1} \quad t = 1997, \dots, 2002 \quad [21]$$

En aquest cas, el *PER* s'explica per un primer terme ($CB_t / \overline{FP_{t-1,t}}$), que representa el valor de mercat de l'empresa (*CB*) respecte al valor comptable d'aquesta empresa (*FP*), que es pot interpretar com la relació entre el valor que està el mercat disposat a pagar per les accions de l'empresa i el seu valor comptable. La segona variable implícita és la taxa de rendibilitat de l'empresa (*ROE*), expressada en termes inversos, tal i com va ser presentada en [11].

Taula 10: Descomposició proposada per a la ràtio *PER*, Acerinox S.A. (període 1998-2002)

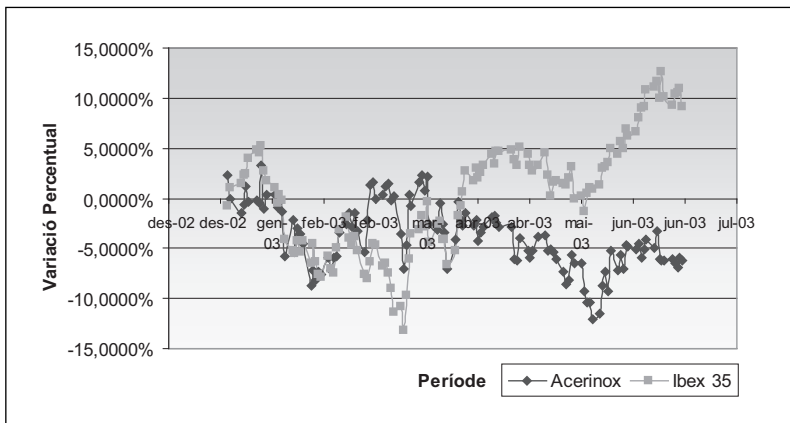
| | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|
| PER_t | 19,2421 | 32,1076 | 10,5770 | 28,9220 | 24,6849 |
| $PER_t = \left(\frac{CB_t}{FP_{t-1,t}} \right) \times \left(\frac{BN_t}{FP_{t-1,t}} \right)^{-1}$ | 19,2421 | 32,1076 | 10,5770 | 28,9220 | 24,6849 |
| $(CB_t / \overline{FP_{t-1,t}})$ | 1,4130 | 2,7516 | 2,0858 | 2,2415 | 2,0086 |
| ROE_t^{-1} | 13,6180 | 11,6687 | 5,0709 | 12,9029 | 12,2894 |

Font: Elaboració pròpia a partir de la Memòria Anual d'Acerinox S.A. (1997-2002).

Per últim, en l'anàlisi s'inclou en el primer semestre de 2003, ja que interessa conèixer l'evolució del mercat borsari espanyol principal i de l'empresa Acerinox, després de l'inici, el 20 de març, de la Guerra d'Irak i que va finalitzar el 9 d'abril amb la conquesta de Bagdad (encara que oficialment la guerra es va declarar com a finalitzada l'1 de maig).

Com s'observa en la gràfica 3, la tensió acumulada per l'accionat polític internacional va tenir la repercussió més gran en el mercat borsari durant el febrer del 2003. En aquest període, l'Ibex 35 ja tornava a cotitzar per sota dels 6.000 punts. L'inici de la guerra va marcar un punt negatiu en l'evolució dels mercats.

Gràfica 3: Evolució de la variació del valor de les accions d'Acerinox i de la cotització de l'Índex Ibex 35 (període gener-juny 2003)



Font: Elaboració pròpia a partir d'informació de la Borsa de Madrid

En el cas d'Acerinox, les accions també es van ressentir (amb una intensitat homogènia a la de l'índex borsari) pels efectes del conflicte bèl·lic (gràfica 3). En aquest cas, cal aclarir que aquestes conclusions són conseqüència de considerar el principal fet rellevant del període sota estudi, però això no implica l'existència d'una causalitat directa en la relació proposada, ja que existeixen (amb una alta probabilitat) altres factors que poden afectar el funcionament de l'Ibex 35 com de les accions d'Acerinox.

Un cas va ser l'anunci que va fer el Banc Central dels Estats Units d'Amèrica (The U.S. Federal Reserve) el juliol on va avisar que l'economia americana, durant el primer trimestre de l'any, va créixer un 1,5% (taxa interanual) i que aquest creixement es preveu que sigui continuat ara en la postguerra. L'informe remarca el repunt del sector immobiliari, del consum i sobretot de l'activitat de la defensa (militar), juntament amb una menor caiguda de l'atur, com les causes d'aquest repunt econòmic (The Federal Reserve Act: 2003). L'informe és auster i les perspectives econòmiques per a la resta del període són modestes. Tanmateix, el creixement en l'activitat manufacturera i el creixement del consum (tant als EUA com a la zona Euro) són senyals positives per a un mercat que no té d'incentius per invertir.

2.5. Participants del sector de l'acer a Europa i Espanya (Benchmark analysis)

Aquest apartat es presenta com una extensió a l'anàlisi que abans s'ha dut a terme. Acerinox es presenta com a participant del sector de l'acer (concretament es dedica a la producció d'acer inoxidable) i, ja que és una empresa amb un marge d'actuació global, interessa conèixer el seu exercici respecte a la resta d'empreses del sector de l'acer espanyol i europeu. Per aquesta finalitat vam recórrer a les bases de dades del SABI⁵, d'on es van extreure les dades del mercat espanyol i de la base BACH⁶, organitzada per la Unió Europea, de la qual va ser possible extraure informació de les empreses que participen en el mercat de l'acer europeu.

Per tal d'identificar apropiadament els sectors amb els quals Acerinox és directament comparable, vam prendre com a primera referència l'Índex d'Activitat Econòmic assignat a cada empresa (i sector, conseqüentment). En aquest sentit, els sectors que competeixen en el mercat de l'acer s'identifiquen amb la denominació 221 (Siderúrgia Integral i no Integral), 222 (Siderúrgia no Integral), 223 (Fabricació de Tubs d'Acer), 224 (Trefilat, Estirat, Perfilat i Laminat en fred d'Acer) i 225 (Producció i Transformació de metalls no ferris). Per aquest cas, a causa de problemes de disponibilitat d'informació, s'elimina com a grup de comparació el sector 223.

El nombre d'empreses que conformen aquests sectors i que tenen la informació recollida en la base de dades (SABI) l'any 2000 és de 1847. La distribució de la mostra per grandària de l'empresa (nombre d'empleats) es mostra a la Taula 11.

La informació de caràcter financer i comptable es troba disponible per al període 1998-2001, la qual cosa permet realitzar una comparació apropiada de l'empresa que s'estudia (Acerinox) i dels seus competidors més directes a Espanya.

Taula 11: Indicadors descriptius de la mostra seleccionada per a Espanya (any 2000)

| Sector | Empreses Petites (< 50 empleats) | Empreses Mitjanes (50 < empleats < 250) | Empreses Grans (> 250 empleats) | Total Empreses |
|---------------|--|--|---|---------------------------|
| 221 | 21 | 5 | 3 | 29 |
| 222 | 27 | 10 | 8 | 45 |
| 223 | 9 | 8 | 4 | 21 |
| 224 | 22 | 9 | 7 | 38 |
| 225 | 31 | 14 | 6 | 51 |
| Total | 110 | 46 | 28 | 184 |

Font: Elaboració pròpia.

Observem com pràcticament tots els sectors considerats estan formats per empreses petites (59,7826%), mentre que les empreses grans són les que representen la proporció més petita del total d'empreses (15,2174%) (Taula 11).

Ja que Acerinox és una empresa gran, i per evitar biaixos en l'avaluació, hem decidit realitzar l'anàlisi comparativa tenint en compte només les empreses grans per a les quals es disposa d'informació⁸. Finalment, les empreses seleccionades per a l'anàlisi, un cop depurada la informació⁹, són aquelles de gran format, en concret 28, que representen el 15,2174% de les societats amb informació disponible (Taula 11).

En el cas de les empreses que competeixen a Europa, va ser possible realitzar una agrupació sectorial sota els mateixos criteris de selecció que hem esmentat abans. Respecte als països dels quals es té informació, a més d'Espanya, són: (1) Alemanya, (2) Àustria, (3) Bèlgica, (4) Dinamarca, (5) Finlàndia, (6) França, (7) Itàlia, (8) Països Baixos, (9) Portugal i (10) Suècia.

En aquest cas (sector de l'acer europeu) no és possible comptar amb el nombre d'empreses que conformen la mostra, a causa de l'agregació de la informació disponible, la qual cosa no és un obstacle per considerar aquesta informació com a no representativa, ja que sí es disposa d'informació relacionada amb la grandària de les empreses involucrades.

Degut a la disponibilitat de la informació, i als interessos del present treball, la comparació entre Acerinox S.A. i els seus competidors espanyols i europeus es farà en termes d'indicadors financers i indicadors d'activitat.

En primer lloc, es tenen en compte quatre dels indicadors de posició financera: RS [1], RL [2], RT [3] i RF [5] com a variables d'interès. En el cas de RS , cal afegir que ha estat modificada en funció de la disponibilitat d'informació. La relació que aquí es presenta permet obtenir la ràtio

RF típica, és a dir, $\left(RF_t = \frac{EF_t}{FP_t} \right)$ per a ($t = 1998, \dots, 2001$). Els resultats es

mostren a la Taula 12.

Taula 12: Comparació d'Indicadors de Posició Financera, Acerinox – Espanya – Europa (període 1998-2001)

| Indicador | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Solvència (RS_t) | | | | |
| Acerinox | 2,8448 | 1,8925 | 2,1135 | 2,4572 |
| Espanya | 0,0153 | 0,0156 | 0,0153 | 0,0164 |
| Europa | 1,3356 | 1,4845 | 2,1235 | 2,1612 |
| Liquiditat (RL_t) | | | | |
| Acerinox | 1,7429 | 1,0748 | 1,2415 | 1,5783 |
| Espanya | 0,0096 | 0,0100 | 0,0100 | 0,0108 |
| Europa | 0,9563 | 1,0840 | 1,4953 | 1,4306 |
| Tresoreria (RT_t) | | | | |
| Acerinox | 0,0379 | 0,0190 | 0,0191 | 0,0208 |
| Espanya | 0,0021 | 0,0027 | 0,0027 | 0,0027 |
| Europa | 0,1014 | 0,1471 | 0,1911 | 0,2454 |
| Finançament propi (RF_t) | | | | |
| Acerinox | 0,0784 | 0,1503 | 0,1475 | 0,0917 |
| Espanya | 66,2317 | 70,7294 | 69,9873 | 62,6276 |
| Europa | 1,9777 | 2,6209 | 2,6564 | 2,6829 |

Font: Elaboració pròpia.

Els resultats de la Taula 12 mostren que Acerinox compta amb una millor cobertura del passiu a curt termini (*RS*, *RL*) respecte del sector espanyol i europeu durant tot el període considerat. Tanmateix, respecte a *RT* s'ha d'acotar que el sector europeu és el que compta amb recursos líquids més grans (efectiu disponible) per fer front al seu deute de curt termini, i en aquest cas el sector de l'acer espanyol és el que presenta la pitjor cobertura durant tot l'interval de temps (Taula 12).

Respecte al coeficient de finançament (*RF*), observem com el sector espanyol compta amb un nivell d'endeutament molt elevat respecte a la resta de sectors. D'aquesta forma, podem estar davant d'empreses molt poc capitalitzades (tot i considerar-les grans). Per un altre costat, veiem en les empreses europees una tendència cap a l'increment d'aquesta raó, durant tot el període, la qual cosa podria significar que aquestes empreses han incrementat el finançament bancari (Taula 12). Encara que s'ha modificat l'expressió [5] no s'observen canvis més grans en els resultats del *RF* per a Acerinox. Així, respecte a les empreses dels ec espanyol i europeu, Acerinox compta amb un finançament basat principalment en aportaments de capital.

Com a segon grup d'indicadors d'interès, es consideren els quatre indicadors d'activitat, és a dir, *RA* [7], *PC* [8], *PP* [9] i *PA* [10]. Cal destacar que, igual que en el cas de *RF*, s'ha modificat la ràtio *RA* per tal d'aconseguir una comparació eficient amb els sectors inclosos a l'anàlisi. En aquest cas, proposem la ràtio de rotació d'actius típica (*RA*), això

és, $\left(RA_t = \frac{VT_t}{AT_t} \right)$ per a ($t = 1998, \dots, 2001$). Els resultats es presenten a la

Taula 13.

Taula 13: Comparació d'Indicadors d'Activitat, Acerinox – Espanya – Europa (període 1998-2001)

| Indicador | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <i>RA</i> | | | | |
| Acerinox | 0,8950 | 0,8306 | 1,0733 | 0,9580 |
| Espanya | 1,2363 | 1,2612 | 1,1524 | 1,2186 |
| Europa | 1,0901 | 1,0339 | 1,0217 | 1,0401 |
| <i>PC</i> | | | | |
| Acerinox | 107,2998 | 106,4084 | 87,2966 | 101,2068 |
| Espanya | 85,3887 | 88,5247 | 93,2864 | 84,5863 |
| Europa | 144,1824 | 138,9119 | 139,8537 | 124,1849 |
| <i>PP</i> | | | | |
| Acerinox | 72,4013 | 116,8016 | 86,5327 | 75,6154 |
| Espanya | 128,3504 | 133,6002 | 139,2599 | 123,1729 |
| Europa | 190,6009 | 169,3889 | 120,1649 | 117,5829 |
| <i>PA</i> | | | | |
| Acerinox | 101,9672 | 124,4509 | 93,6538 | 85,0755 |
| Espanya | 100,1555 | 105,4924 | 106,3991 | 102,3372 |
| Europa | 90,7606 | 93,9679 | 116,5734 | 132,1285 |

Font: Elaboració pròpia.

Si valorem la raó de l'activitat (*RA*) veiem com Acerinox, com és una empresa participant del mercat mundial de l'acer, està més exposada a la conjuntura internacional i sectorial. El negoci generat per la inversió de l'empresa és, durant tot el període, inferior si es compara amb les empreses espanyoles i europees (Taula 13). En canvi, el sector espanyol aconsegueix, en promig per a tot el període, generar per cada euro d'inversió 1,2171 euros de negoci (vendes) (Taula 13). Per al sector europeu, la relació mitja de vendes generades respecte a la inversió és de 1,0464 (Taula 13).

A més, en el sector espanyol s'observa una tendència creixent en aquest indicador (*PC*) en el període 1998-2000, entre que per a Acerinox la tendència és la contrària en el mateix període (Taula 13).

Els resultats per al *PA* mostren un sector europeu que ressent l'efecte de la crisi en els mercats internacionals de l'acer. Durant tot el període

de, veiem com cada vegada les existències resten més temps a les bodegues. Així, si l'any 1998 el sector europeu tenia el *PA* més petit durant un mes (comparat amb Acerinox i el sector espanyol), l'any 2001 aquest període creixia fins arribar a ser de més de quatre mesos, mentre que a Espanya la relació es manté estable, per sobre dels tres mesos (Taula 13).

En el cas d'Acerinox observem com l'empresa, tot i la crisi en els mercats, disminueix el seu període d'emmagatzemament des de 1999. Com s'ha comentat anteriorment, això podria ser un reflex d'una política de l'empresa d'augmentar la seva producció i al mateix temps alliberar els *stocks*, encara que això representi generar menys vendes.

Per últim, es consideren a l'anàlisi tres dels indicadors de rendibilitat presentats abans: (1) la taxa de marge (*m*) [15], (2) la taxa de rendibilitat financera (*ROE*), lligada a l'expressada a [12] abans d'una modificació. Donada la disponibilitat de les dades, i per tal d'assolir l'objectiu de dur a terme una comparació efectiva entre els grups que es proposen, es va modificar el càlcul d'aquest indicador. En aquest cas, es pren com

a base de càlcul l'expressió següent: $\left(ROE_t = \frac{BT_t}{FP_t} \right)$ per a ($t = 1998, \dots,$

2001). Aquesta nova ràtio suposa una modificació a la mostrada a [12], ja que es considera com a denominador el saldo dels fons propis mantinguts per l'empresa en el període concret d'estudi (*t*). Respecte al numerador, es manté el criteri d'allunyar possibles biaixos producte de la contribució impositiva, per la qual cosa en aquest punt seguim considerant el resultat de l'empresa abans d'impostos (*BT*). (3) Per últim, es considera la rendibilitat sobre els actius (*ROA*), el càlcul de la qual es basa en l'expressió [13], però després de modificar el denominador. Igual que en el cas de la *ROE*, la disponibilitat de la informació obliga a canviar el numerador i, en aquest cas, s'imposa el saldo de l'actiu total (*AT*) mantingut per l'empresa per a cada període concret (*t*). L'expressió resultant per calcular aquesta ràtio, una *ROA* típica, és la següent: per a ($t = 1998, \dots, 2001$). Els resultats dels càlculs es presenten a la Taula 14:

Taula 14: Comparació d'Indicadors de Rendibilitat, Acerinox – Espanya – Europa (període 1998-2001)

| Indicador | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <i>ROE</i> | | | | |
| Acerinox | 9,4698% | 10,3630% | 23,0613% | 9,6006% |
| Espanya | 12,4028% | 16,3946% | 13,2747% | 12,9211% |
| Europa | 11,1114% | 31,9816% | 28,6031% | 27,6886% |
| <i>ROA</i> | | | | |
| Acerinox | 8,2941% | 8,1969% | 18,5476% | 10,2077% |
| Espanya | 6,8465% | 9,2524% | 6,8318% | 7,2971% |
| Europa | 3,7169% | 7,1653% | 5,3009% | 4,1622% |
| <i>m</i> | | | | |
| Acerinox | 9,2676% | 9,8683% | 17,2808% | 10,6551% |
| Espanya | 5,2838% | 7,5425% | 5,9752% | 5,7542% |
| Europa | 3,4098% | 6,9302% | 5,1884% | 4,0018% |

Font: Elaboració pròpia.

Els resultats per a la *ROE* mostren com el sector espanyol presenta una tendència decreixent des de l'any 1999. Aquesta tendència es repeteix per al sector europeu, però en aquest cas s'ha d'esmentar que existeix una variació brusca de l'indicador (*ROE*) de 1998 a 1999 (Taula 14). Respecte a la taxa de marge (*m*), observem que Acerinox és, comparativament, la que compta durant tot el període amb marges de benefici més grans. Per un altre costat, el sector europeu és el que presenta els marges de benefici més petits per a tot el període estudiat (Taula 14).

Com a últim punt, proposem realitzar la descomposició de la taxa de rendibilitat de l'empresa, la *ROA*. Donades les circumstàncies de la informació, la relació presentada a [17] es modifica per tal de realitzar aquest càlcul, ja que ara es considera la següent expressió complementària,

$$\left(ROA_t = \frac{BT_t + GF_t}{VT_t} \right) \times \left(\frac{VT_t}{AT_t} \right) \text{ per a } (t = 1998, \dots, 2001).$$

Aquesta relació manté el mateix principi d'anàlisi que l'expressió [17] i l'únic canvi es produeix en consideració dels actius de l'empresa, ja que els seus resultats són igual de vàlids per a l'anàlisi. Els resultats es mostren a la Taula 15.

Taula 15: Descomposició de la *ROA*, Acerinox – Espanya – Europa (període 1998-2001)

| | (Període 1998-2001) | | | |
|----------|----------------------------|-------------|-------------|-------------|
| | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
| Acerinox | | | | |
| RA_t | 0,8950 | 0,8306 | 1,0733 | 0,9580 |
| m_t | 9,2676% | 9,8683% | 17,2808% | 10,6551% |
| ROA_t | 8,2941% | 8,1969% | 18,5476% | 10,2077% |
| Espanya | | | | |
| RA_t | 1,2363 | 1,2612 | 1,1524 | 1,2186 |
| m_t | 5,2838% | 7,5425% | 5,9752% | 5,7542% |
| ROA_t | 6,5321% | 9,5123% | 6,8855% | 7,0120% |
| Europa | | | | |
| RA_t | 1,0901 | 1,0339 | 1,0217 | 1,0401 |
| m_t | 3,4098% | 6,9302% | 5,1884% | 4,0018% |
| ROA_t | 3,7169% | 7,1653% | 5,3009% | 4,1622% |

Com a extensió de l'anàlisi veiem com, per al cas d'Acerinox, els grans marges de benefici amb què opera l'empresa n'expliquen majoritàriament la rendibilitat, entesa com a *ROA*. A més, observem com només en el 2000 l'empresa va aconseguir generar un $RA > 1$, la resta del període l'empresa no va arribar a generar un euro de negoci per cada euro invertit (Taula 15).

El cas contrari el trobem en les empreses europees i espanyoles, ja que en els dos casos s'observa com les empreses operen amb marges de benefici baixos però, no obstant això, compten amb una gestió certament dinàmica (si es compara amb Acerinox) (Taula 15). Aquestes empreses (espanyoles i europees) per a tot el període van aconseguir generar més d'un euro de vendes per cada euro invertit en l'activitat, la qual cosa podria significar que la seva exposició als efectes negatius del mercat internacional sembla ser menor en el cas d'Acerinox.

3. Conclusions

A través d'aquest document s'ha pogut constatar que Acerinox és una empresa sòlida i que, tot i la situació negativa de les economies internacionals principals, l'empresa encara amb èxit un procés de creixement.

Respecte a la posició financera d'Acerinox, s'ha pogut constatar com l'empresa té un nivell de cobertura de passiu de curt termini i de garantia sobre el deute més que apropiat, encara que cal destacar el baix nivell d'efectiu disponible en l'empresa per cobrir el deute de curt termini. Aquest efectiu afecta la liquiditat de l'empresa de manera negativa però que significa que està abocada a mantenir saldos baixos d'actius no productius a l'empresa.

Durant tota l'anàlisi s'observa com l'empresa està exposada a les condicions imperants en els mercats internacionals. Des de 1999 l'economia dels països més desenvolupats passa per una crisi i això afecta el sector mundial de l'acer, que ha experimentat una caiguda generalitzada en els preus dels productes. Aquesta situació ha afectat Acerinox negativament i això es reflecteix en la caiguda de la generació de negoci (vendes) respecte al capital invertit en actius mitjos des de l'any 2000, any en què, fins i tot, malgrat l'increment de la producció, es va tenir com a resultat una caiguda en les vendes totals. Aquesta situació ha provocat que l'empresa opti per imposar el seu poder de mercat (és el cinquè productor mundial d'acer inoxidable) i acabi proposant marges de benefici alts, per tal de no deteriorar els nivells d'eficiència, entesos com a *ROE* i *ROA*.

Aquesta situació es complementa amb la identificació de les fonts que financen el creixement de l'empresa. Els resultats mostren com l'empresa té una inclinació de preferència clara cap als recursos propis i deixa de banda el finançament a través de recursos amb cost financer directe (deute bancari). Això provoca que el deute amb cost financer de l'empresa tingui una contribució escassa respecte a les inversions (*efecte leverage o palanquejament*) i que la *ROE* es determini més per factors associats a l'activitat de l'empresa que, fins a cert punt, són controlables per l'empresa, fet que representa una millora en la posició de l'empresa en aquest sentit.

Si comparem l'exercici d'Acerinox respecte a les empreses grans que participen a Espanya i Europa, la conclusió principal que s'extreu és que les empreses que competeixen dins del mercat natural d'Acerinox (Espanya i Europa) compten amb una exposició menor a situacions negatives relacionades amb els mercats internacionals. Això es pro-

dueix perquè les empreses mantenen una gestió més dinàmica en comparació amb Acerinox (malgrat la conjuntura per la qual passa el sector i els seus nivells de preus internacionals) i així els permet mantenir uns marges de benefici menors i afavorir la generació d'activitat.

Respecte a les inversions de l'empresa, cal destacar que Acerinox opta per una política d'expansió sense que això es pugui associar a una gestió de diversificació del risc. Els resultats mostren com l'empresa busca canalitzar els seus recursos cap a empreses que, igual que ella, operen en el sector mundial de l'acer, la qual cosa implica concentrar-se en minvar els efectes de la competència en el mercat internacional. Aquesta situació és de particular interès ja que aquestes inversions financeres podrien representar un benefici futur per a l'empresa, encara que s'ha d'afegir que no milloraria la seva posició de risc.

Per un altre costat, i si observem els resultats des de la perspectiva dels propietaris de l'empresa (accionistes), això podria ser una font d'expropiació de renda per part de l'empresa per aquest conglomerat. Això és degut a que aquestes inversions, de fet, poden tenir un destí diferent al què s'ha observat, és a dir, cap al pagament directe de dividends. Per tant, la crítica principal a la gestió de l'empresa va en aquesta direcció, ja que Acerinox no està diversificant la seva cartera d'inversions; ben al contrari, i això, a més, suposa un perjudici als seus accionistes ja que implica un desviament de fons que podria representar un pagament de dividends més gran.

Bibliografia

- ACERINOX S.A. (2002). *Memoria Anual*. En Informe Anual de Acerinox S.A. Fondo de Estadística, Universitat Autònoma de Barcelona.
- ACERINOX S.A. (2001). *Memoria Anual*. En Informe Anual de Acerinox S.A. Fondo de Estadística, Universitat Autònoma de Barcelona.
- ACERINOX S.A. (2000). *Memoria Anual*. En Informe Anual de Acerinox S.A. Fondo de Estadística, Universitat Autònoma de Barcelona.
- ACERINOX S.A. (1999). *Memoria Anual*. En Informe Anual de Acerinox S.A. Fondo de Estadística, Universitat Autònoma de Barcelona.
- ACERINOX S.A. (1998). *Memoria Anual*. En Informe Anual de Acerinox S.A. Fondo de Estadística, Universitat Autònoma de Barcelona.
- BANCO DE ESPAÑA (2002). *Informe Anual*. www.bde.es.
- BANCO DE ESPAÑA (2001). *Informe Anual*. www.bde.es.

- BANCO DE ESPAÑA (2000). *Informe Anual*. www.bde.es.
- BOARDMAN, A.E. i VINING, A.R. (1989). «Ownership and Performance in Competitive Environments: A Comparison of the Performance of Private, Mixed, and State Owned Enterprises». *Journal of Law and Economics*. Vol. 32 (abril), pp. 1-33.
- BOLSA DE VALORES DE MADRID (2003). *Bolsa Madrid Stock Exchange*. Edición marzo, Bolsa de Madrid. Espanya.
- BOLSA DE VALORES DE MADRID (2003). *Sección de Estadísticas*. Espanya. www.bolsamadrid.es
- BUREAU OF LABOR STATISTICS (2003). Department of Labor, United States of America. www.bls.gov
- CBS NEWS (3 de diciembre de 2001). «Bankrupt Enron Sheds Jobs». Houston, USA. www.cbsnews.com
- CNN MONEY NEWS (21 de gener de 2002). «A chronology of Enron Corp.». Sede de CNN Money, New York, USA. www.money.cnn.com
- CONFEDERACIÓN ESPAÑOLA DE ORGANIZACIONES EMPRESARIALES DEL METAL, CONFEMETAL (2003). *Informe estadístico*. www.confemetal.es. Espanya.
- D'SOUZA, J. i MEGGINSON, W. (1999). «The Financial and Operating Performance of Privatized Firms during the 1990's». *The Journal of Finance*. Vol. 54, N° 4, pp. 1397-1438.
- EL MUNDO (a) (13 de junio de 1998). «Un escape radioactivo en una factoría de Algeciras hace saltar la alarma en Europa». Madrid, Espanya.
- EL MUNDO (b) (14 de junio de 1998). «Los ecologistas llevan a los tribunales a la empresa que produjo el escape radioactivo». Madrid, Espanya.
- EL MUNDO (c) (16 de junio de 1998). «El Consejo de Seguridad Nuclear (CSN), entre el mutismo y la incompetencia». Madrid, Espanya.
- EL MUNDO (3 de diciembre de 2001). «Enron, en quiebra tras causar multimillonarias pérdidas a decenas de empresas de EEUU». Madrid, Espanya.
- EUROPEAN CONFEDERATION OF IRON AND STEEL INDUSTRIES, EUROFER (2003). *Steel Statistics*. www.eurofer.org .
- EUROPEAN CONFEDERATION OF IRON AND STEEL INDUSTRIES, EUROFER (2002). *Annual Report*. Bruselas, Bèlgica.
- THE FEDERAL RESERVE ACT (15 de julio de 2003). «Monetary Policy Report». Document que forma part de l'Informe de la Reserva Federal. Presentat en el Congrés dels Estats Units d'Amèrica.
- LA PORTA, R. i LÓPEZ-DE-SILANES, F. (1999). «The Benefits of

- Privatization: Evidence from México». *The Quarterly Journal of Economics*. Vol. 114, Nº 4, pp. 1193-1242.
- LA VANGUARDIA (a) (17 de marzo de 2002). «Primer asalto de la «guerra del acero»». Barcelona, Espanya.
- LA VANGUARDIA (b) (20 de marzo de 2002). «Las siderúrgicas españolas registran pérdidas en bolsa al entrar en vigor los aranceles de EEUU». Barcelona, Espanya.
- LA VANGUARDIA (c) (11 de mayo de 2002). «Los trabajadores del metal mantienen el bloqueo a las industrias del Campo de Gibraltar». Barcelona, Espanya.
- LA VANGUARDIA (d) (26 de mayo de 2002). «Panorama de la semana». Barcelona, Espanya.
- LA VANGUARDIA (e) (12 de diciembre de 2002). «BBVA obtiene 37 millones de plusvalías con la venta del 5% de Acerinox». Barcelona, Espanya.
- LA VANGUARDIA (f) (13 de diciembre de 2002). «El BBVA vende el 5% de Acerinox por 123 millones». Barcelona, Espanya.
- LA VANGUARDIA (5 de diciembre de 2003). «Bush retira los aranceles del acero y evita una guerra comercial con la UE». Barcelona, Espanya.
- MAUDOS, J., PASTOR, J.M. i PÉREZ, F. (2002). «Competition and Efficiency in the Spanish Banking Sector: The Importance of Specialization». *Applied Financial Economics*. Vol. 12, pp. 505-516.
- METAL BULLETIN RESEARCH (2003). *Stainless Steel Monthly*, 123. Noviembre.
- MINISTERIO DE LA PRESIDENCIA. (2002). «Ley 16/2002, de 1 de julio, de prevención y control integrados de la contaminación». Boletín Oficial del Estado, 157: 23910-23927. Espanya.
- SECRETARÍA DE ESTADO DE ECONOMÍA (2003). *Síntesis de Indicadores Económicos: Evolución Reciente de los Indicadores Económicos*. Ministerio de Economía, Espanya.
- VERBRUGGE, J., MEGGINSON, W. i OWENS, W. (1999). «State Ownership and the Financial Performance of Privatized Banks: An Empirical Analysis». Documento presentado en la *Conferencia sobre Privatización Bancaria* para el Banco Mundial. Març.
- VINING, A. R. i BOARDMAN, A. E. (1992). «Ownership versus Competition: Efficiency in Public Enterprise». *Public Choice*. Vol. 73, pp. 205-239.
- THE WASHINGTON POST (1 de mayo de 2003). «Timeline of Enron's Collapse». Washington D.C., USA. www.washingtonpost.com

Notes

- ¹ Els estats financers d'Acerinox S.A. es presenten en l'Annex 1 i 2.
- ² El Mundo i La Vanguardia.
- ³ Observem que, per aquest cas particular, Acerinox no reporta saldos per tendència d'accions dins de l'actiu, per la qual cosa encara que existeixin diferències conceptuals respecte *AT*, no hi ha una variació real en l'import de l'actiu quan es té en compte el concepte rigorós presentat per aquesta partida (*AT*) (Taula 8 i Annex 1).
- ⁴ S'ha de tenir en compte que moltes vegades les empreses que operen amb nivells de rendibilitat alts no es poden considerar eficients, ja que podríem estar davant d'una empresa que opera en condicions monopolístiques o de poder de mercat, la qual cosa provoca que els seus resultats estiguin molt influenciats pels preus aplicats per l'empresa. A més, hi ha casos on les empreses amb rendibilitat baixa no es poden considerar ineficients, ja que és possible que aquest resultat (rendibilitat alta) no sigui l'objectiu perseguit per l'empresa que s'analitza.
- ⁵ Aquesta base de dades es troba disponible en el Fons d'Estadístiques, ubicat a la Facultat de Ciències Econòmiques, de la Universitat Autònoma de Barcelona.
- ⁶ L'accés a aquesta base de dades és lliure mitjançant aquest enllaç electrònic: http://europa.eu.int/comm/economy_finance/indicators/bachdatabase_en.htm.
- ⁷ El total d'empreses registrades en la base de dades ascendeix a 1.391. Tanmateix, la heterogeneïtat en la disponibilitat d'informació provoca que només es disposi d'informació completa per a 184 empreses.
- ⁸ Com es mostra a la Taula 20, les empreses grans són aquelles que compten amb més de 250 empleats.
- ⁹ Es va dur a terme una anàlisi estadística de variància (ANOVA) per tal de confirmar que la diferència entre els valors obtinguts per a *ROE*, *ROA*, *m* i *RÀTIO* del total d'empreses és significativament diferent del total que obtenen les empreses grans (període 1995-2001). El resultat obtingut (Test F i la seva significació) permet desestimar la hipòtesi d'homogeneïtat de mitges per la qual cosa existeixen diferències notables entre els indicadors del total d'empreses respecte de les empreses grans.

Annex 1

Acerinox S.A. Balanç de Situació (1997-2002)

| | 2002 | 2001 |
|--|-------------------------|-------------------------|
| ACTIU | 1.523.537.626,52 | 1.256.489.227,17 |
| Total Immobilitzat | 973.578.526,43 | 726.024.552,94 |
| Despesa Establiment | 0,00 | 0,00 |
| Accions Pròpies | 0,00 | 0,00 |
| Immobilitzat Immaterial | 7.179.514,08 | 6.279.490,59 |
| Immobilitzat Material | 143.526.292,74 | 170.520.192,06 |
| Immobilitzat Financer | 822.872.719,61 | 549.224.870,29 |
| Actiu Circulant | 549.959.100,09 | 530.464.674,23 |
| Existències | 218.970.218,06 | 189.731.585,94 |
| Deutors | 326.940.639,73 | 335.988.539,39 |
| Inversions Financeres Temporals | 3.121.088,90 | 3.573.120,72 |
| Tresoreria | 711.658,18 | 923.934,60 |
| Ajustaments de periodificació | 215.495,22 | 247.493,58 |
| Despeses p/distribuir diversos exercicis | 0,00 | 0,00 |
| PASSIU | 1.523.537.626,52 | 1.256.489.227,17 |
| Fons Propis | 1.274.315.765,86 | 1.018.120.580,09 |
| Capital Subscrit | 65.800.000,00 | 60.000.000,00 |
| Prima d'Emissió | 314.644.777,50 | 108.184.777,50 |
| Reserva p / revalorització (R.D.L. 7/1996) | 21.834.497,41 | 21.834.497,41 |
| Reserves | 793.901.305,18 | 762.802.169,98 |
| Resultat d'Exercici Anterior | 0,00 | 0,00 |
| Pèrdues i Guanys | 93.269.185,77 | 77.899.135,20 |
| Dividend Pagat | -15.134.000,00 | -12.600.000,00 |
| Ingrés a Distribuir en Diversos exercicis | 192.789,19 | 223.832,51 |
| Provisions de Risc i Despesa | 21.895.094,71 | 21.603.005,50 |
| Creditors de Llarg Termini | 863.326,73 | 660.625,91 |
| Emissió d'Obligacions | 0,00 | 0,00 |
| Deute amb Ent. Financeres | 0,00 | 0,00 |
| Deute amb Empreses Associades | 0,00 | 0,00 |
| Altres Creditors | 863.326,73 | 660.625,91 |
| Creditors de Curt Termini | 226.270.650,03 | 215.881.183,16 |
| Deute amb Ent. Financeres | 19.055.433,60 | 28.895.484,29 |
| Deute amb Empreses Associades | 9.807.421,98 | 1.010.258,35 |
| Creditors Comercials | 121.030.404,02 | 123.204.722,98 |
| Altres Deutes no Comercials | 34.601.602,50 | 22.226.399,97 |
| Ajustaments de periodificació | 41.775.787,93 | 40.544.317,57 |

Font: Adaptació a partir de la Memòria Anual d'Acerinox S.A. (1997-2002).

| 2000 | 1999 | 1998 | 1997 |
|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-----------------------|
| 1.289.971.913,38 | 1.136.722.209,24 | 1.004.790.349,22 | 992.550.527,66 |
| 713.499.426,29 | 639.606.720,58 | 560.913.551,39 | 488.098.956,36 |
| 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 5.744.498,08 | 5.739.186,37 | 6.157.816,21 | 6.220.975,57 |
| 194.586.182,93 | 217.506.034,21 | 176.470.541,75 | 152.966.193,24 |
| 513.168.745,28 | 416.361.500,00 | 378.285.193,42 | 328.911.787,54 |
| 576.472.487,09 | 497.115.488,66 | 443.876.797,84 | 504.451.571,30 |
| 237.849.301,25 | 214.786.726,21 | 171.925.749,76 | 192.881.533,93 |
| 333.183.916,39 | 277.146.372,20 | 265.861.362,04 | 309.916.767,46 |
| 3.573.120,72 | 3.555.130,03 | 3.568.559,04 | 0,00 |
| 1.634.925,88 | 1.428.343,38 | 2.342.743,92 | 1.592.073,50 |
| 231.222,85 | 198.916,84 | 178.383,08 | 61.196,40 |
| 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 1.289.971.913,38 | 1.136.722.209,24 | 1.004.790.349,22 | 992.550.527,66 |
| 992.127.919,82 | 853.949.646,90 | 829.272.170,85 | 814.605.819,58 |
| 59.239.552,00 | 58.479.105,00 | 56.234.639,93 | 56.234.639,93 |
| 114.428.196,50 | 102.641.268,00 | 102.641.268,00 | 120.214.592,98 |
| 21.834.497,41 | 21.834.497,41 | 21.834.497,41 | 21.834.497,41 |
| 644.634.789,15 | 625.229.310,46 | 595.234.099,28 | 514.690.699,78 |
| 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 182.025.499,96 | 72.125.453,37 | 60.356.996,21 | 108.660.719,47 |
| -30.034.615,20 | -26.359.987,34 | -7.029.329,99 | -7.029.329,99 |
| 192.789,19 | 1.152.363,09 | 192.789,19 | 192.789,19 |
| 24.015.247,13 | 18.011.579,46 | 18.289.753,51 | 13.789.674,83 |
| 873.676,28 | 928.683,90 | 1.002.728,59 | 839.012,90 |
| 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 873.676,28 | 928.683,90 | 1.002.728,59 | 839.012,90 |
| 272.762.280,96 | 262.679.935,59 | 156.032.907,08 | 163.123.231,16 |
| 74.523.846,97 | 57.974.549,83 | 13.401.326,18 | 9.011.794,80 |
| 498.425,91 | 336.842,95 | 260.106,64 | 369.747,43 |
| 127.277.962,97 | 135.218.768,69 | 91.980.300,49 | 107.551.516,49 |
| 31.595.026,16 | 35.233.114,63 | 23.666.181,97 | 19.685.159,14 |
| 38.867.018,95 | 33.916.659,79 | 26.724.991,80 | 26.505.013,31 |

Annex 2

| | 2002 | 2001 |
|---|-------------------------|-------------------------|
| INGRES TOTAL | 1.244.352.870,20 | 1.254.689.091,38 |
| Ingressos Explotació | 1.222.867.278,84 | 1.210.725.151,41 |
| Vendes | 1.206.348.039,87 | 1.211.735.343,12 |
| Serveis | 449.695,01 | 392.737,05 |
| Devolucions sobre vendes | -8.917.483,74 | -8.403.435,20 |
| Augment d'existències | 10.774.577,75 | 0,00 |
| Treballs efectuats sobre l'immobilitzat | 3.181.953,50 | 3.276.378,05 |
| Altres Ingressos d'Explotació | 11.303.496,45 | 3.724.128,39 |
| Ingressos Accesoris i de Gestió | 11.303.496,45 | 3.724.128,39 |
| Excés de provisions de risc i despeses | 0,00 | 0,00 |
| Ingressos Financers Totals | 21.453.969,20 | 40.048.585,22 |
| Ingrés de Participacions en capital | 10.899,36 | 12.803.100,66 |
| En empreses del grup | 0,00 | 12.598.574,01 |
| En empreses fora del grup | 10.899,36 | 204.526,65 |
| Ingrés de Valors Negociables | 0,00 | 0,00 |
| Altres Ingressos Assimilats | 1.686.926,61 | 2.242.869,79 |
| En empreses del grup | 1.274.412,10 | 1.515.572,71 |
| En empreses associades | 0,00 | 0,00 |
| Altres Interessos | 412.514,51 | 727.297,08 |
| Diferències de Canvi Positives | 19.756.143,23 | 25.002.614,77 |
| Ingressos Extraordinaris Totals | 31.622,16 | 3.915.354,75 |
| Beneficis per Alienació de Béns | 31.622,16 | 39.739,08 |
| Beneficis per Operacions amb Accions | 0,00 | 0,00 |
| Subvencions de Capital | 0,00 | 0,00 |
| Ingressos Extraordinaris | 0,00 | 3.875.615,67 |
| Ingressos i Beneficis de Períodes Ant. | 0,00 | 0,00 |
| DESPESA TOTAL | 1.123.060.457,44 | 1.156.943.867,93 |
| Despeses d'Explotació | 1.092.328.211,05 | 1.126.426.680,54 |
| Reducció d'Existències | 0,00 | 29.027.436,53 |
| Aprovisionaments | 813.372.559,10 | 814.006.628,95 |
| Consum Mercaderies | 39.292.685,48 | 0,00 |
| Consum Matèries Primeres | 774.079.873,62 | 814.006.628,95 |
| Despeses de Personal | 90.104.990,03 | 83.857.700,38 |
| Sous, salaris i assimilats | 68.040.927,61 | 63.933.902,44 |
| Càrregues socials | 22.064.062,42 | 19.923.797,94 |
| Dotació Amortitzacions | 52.696.038,71 | 55.338.512,23 |
| Variació en Provisions d'incobrats | 25.131,56 | -9.798,95 |
| Altres despeses d'explotació | 136.129.491,65 | 144.206.201,40 |
| Serveis exteriors | 134.510.452,77 | 142.407.488,05 |
| Tributs | 1.619.038,88 | 1.793.890,23 |
| Altres Despeses | 0,00 | 4.823,12 |
| Despeses Financeres Totals | 29.237.038,95 | 30.513.016,98 |
| Despeses Financeres y assimilats | 4.613.621,33 | 6.604.640,15 |
| Despesa per deute amb empreses associades | 39.653,29 | 60.154,61 |
| Despesa per deute amb tercers | 4.573.968,04 | 6.544.485,54 |
| Variació de Provisions Financeres | 9.335.945,60 | 0,00 |
| Diferències de Canvi Negatives | 15.287.472,02 | 23.908.376,83 |
| Despeses Extraordinaries Totals | 1.495.207,44 | 4.170,41 |
| Pèrdues per immobilitzat i cartera de control | 831,73 | 4.170,41 |
| Despeses Extraordinaries | 1.494.375,71 | 0,00 |
| Despeses i Pèrdues d'altres exercicis | 0,00 | 0,00 |
| Benefici abans d'Impostos | 121.292.412,76 | 97.745.223,45 |
| Impostos sobre societats | 28.023.226,99 | 19.846.088,25 |
| Resultat de l'exercici | 93.269.185,77 | 77.899.135,20 |

Font: Adaptació a partir de la Memòria Anual d'Acerinox S.A. (1997-2002).

Acerinox S.A. Estat de resultats (1997-2002)

| 2000 | 1999 | 1998 | 1997 |
|-------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| 1.451.049.684,52 | 969.316.951,53 | 919.623.945,00 | 1.021.036.753,40 |
| 1.442.654.335,24 | 954.412.017,40 | 915.079.644,90 | 984.559.567,92 |
| 1.393.091.980,66 | 950.661.971,36 | 904.376.649,64 | 980.003.936,77 |
| 79.196,55 | 131.670,39 | 234.566,92 | 232.191,60 |
| -8.636.147,18 | -6.604.096,66 | -5.361.235,91 | -3.687.787,74 |
| 48.633.890,02 | 0,00 | 7.091.147,28 | 3.075.545,35 |
| 2.997.529,14 | 3.093.328,81 | 2.745.989,91 | 2.128.301,73 |
| 6.487.886,05 | 7.129.143,50 | 5.992.527,06 | 2.807.380,21 |
| 6.487.886,05 | 7.129.143,50 | 5.992.527,06 | 2.465.440,25 |
| 0,00 | 0,00 | 0,00 | 341.939,96 |
| 8.326.080,37 | 9.813.590,49 | 4.284.785,00 | 26.930.064,22 |
| 1.071.568,93 | 636.063,41 | 1.026.972,04 | 17.598.880,71 |
| 863.954,90 | 554.859,44 | 1.026.972,04 | 0,00 |
| 207.614,03 | 81.203,97 | 0,00 | 17.598.880,71 |
| 0,00 | 0,00 | 9.009,89 | 1.314,79 |
| 1.055.488,40 | 2.031.032,78 | 2.392.489,82 | 1.795.984,63 |
| 316.803,57 | 1.461.981,63 | 1.461.154,54 | 966.341,68 |
| 0,00 | 0,00 | 0,00 | 191.820,84 |
| 738.684,83 | 569.051,15 | 931.335,28 | 637.822,11 |
| 6.199.023,04 | 7.146.494,30 | 856.313,24 | 7.533.884,09 |
| 69.268,91 | 5.091.343,64 | 259.515,10 | 9.547.121,27 |
| 69.268,91 | 5.091.343,64 | 259.515,10 | 9.507.357,82 |
| 0,00 | 0,00 | 0,00 | 5.637,97 |
| 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 0,00 | 0,00 | 0,00 | 34.125,47 |
| 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 1.222.251.705,02 | 880.821.884,26 | 841.168.255,15 | 887.865.154,01 |
| 1.211.729.427,27 | 876.123.090,23 | 826.059.572,40 | 882.835.159,11 |
| 0,00 | 13.012.410,91 | 0,00 | 0,00 |
| 926.978.262,08 | 629.944.258,22 | 615.422.695,65 | 656.312.424,59 |
| 0,00 | 0,00 | 2.965.287,51 | 150.768,92 |
| 926.978.262,08 | 629.944.258,22 | 612.457.408,14 | 656.161.655,66 |
| 87.808.249,38 | 75.160.691,52 | 71.244.990,24 | 65.466.970,23 |
| 68.732.009,09 | 57.402.276,99 | 54.163.800,96 | 49.448.728,22 |
| 19.076.240,29 | 17.758.414,53 | 17.081.189,28 | 16.018.242,02 |
| 60.996.132,23 | 42.333.144,94 | 39.457.644,18 | 58.710.507,57 |
| 205.794,01 | -86.079,44 | -13.595,42 | 19.644,64 |
| 135.740.989,57 | 115.758.664,08 | 99.947.837,75 | 102.325.612,09 |
| 134.791.074,94 | 112.653.843,70 | 98.988.595,70 | 101.098.905,12 |
| 949.914,63 | 921.411,18 | 959.242,05 | 1.226.706,97 |
| 0,00 | 2.183.409,20 | 0,00 | 0,00 |
| 10.460.515,91 | 4.680.434,18 | 4.883.114,09 | 5.020.764,90 |
| 10.460.515,91 | 4.680.434,18 | 4.883.114,09 | 5.020.764,90 |
| 121.603,04 | 84.159,58 | 160.120,44 | 243.928,75 |
| 10.338.912,87 | 4.596.274,60 | 4.722.993,65 | 4.776.836,15 |
| 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 61.761,84 | 18.359,85 | 10.225.568,66 | 9.230,00 |
| 50.732,86 | 18.359,85 | 3.185,89 | 9.230,00 |
| 11.028,98 | 0,00 | 10.222.382,77 | 0,00 |
| 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 228.797.979,50 | 88.495.067,27 | 78.455.689,85 | 133.171.599,40 |
| 46.772.479,54 | 16.369.613,90 | 18.098.693,63 | 24.510.879,93 |
| 182.025.499,96 | 72.125.453,37 | 60.356.996,21 | 108.660.719,47 |

ACCID

Associació
Catalana de
Comptabilitat i
Direcció

Associació Catalana de Comptabilitat i Direcció

Edif. Col·legi d'Economistes de Catalunya

Pl.- Gal·la Plàcida 32, 4ª planta - 08006 Barcelona

Tel. 93 416 16 04 extensió 2019

info@accid.org - www.accid.org - @Associacio ACCID